

李寧(2331 HK)

業績亮麗，但估值已經反映利好

- ❖ 儘管目標價上調至 11.87 港元，但我們下調評級至持有。股價自 18 年 10 月以來上升了一倍，估值亦從 19 倍的 19 財年預測市盈率重估至 28 倍（對比國際同業的 28 倍和安踏的 23 倍）。儘管 3 年的每股盈利複合增長為 27.8%，仍然很快，但其 1.0 倍 PEG 已經很合理（對比國際同業的 1.1 倍和安踏的 1.2 倍）。此外，我們應該關注公司的執行風險，因為我們目前的財務預測對“中國李寧”的前景相當樂觀，即使未來供應會逐步增加，仍然假設受歡迎程度和店效可以保持在高位。我們將 19 財年/20 財年的每股盈利預測上調 4.3%/ 8.3%，考慮到 1) 好於預期的零售流水增長，2) 更高的經營杠杆。我們的新的目標價是基於 26 倍 19 財年預測市盈率（由於現金流有明顯改善，從 25 倍上調）。
- ❖ 18 財年業績符合預期，并在 7 年內首次派發股息。李寧的淨利潤同比增長 39%。銷售同比增長 18%，比彭博/招銀國際預測高出 2%/ 3%，原因是 18 財年 4 季度零售流水強勁，達到高雙位數增長（3 季度只為中雙位數增長）。毛利率上升 1.0 百分點至 48.1%，原因是：1) 給予批發商的返點減少，2) 約 5%/ 5%-10% 新/舊產品均價增長及 3) 零售折扣持續改善，受惠於新產品銷售占比及品牌力上升。儘管員工成本（+26%）和研發費用（+35%）激增，但廣告和推廣（+11%），租金（+8%）和折舊和攤銷（+11%）費用增長比較溫和，因此經營杠杆明顯和令經營利潤率上升 2.4 個百分點至 7.4%。公司亦宣布了 7 年來首次股息，派息比率約為 30% 和以現價計算，有約 0.8% 的股息率。
- ❖ 庫存和現金流狀況十分良好。經營現金流強勁，增長 44%，庫存/應收賬款天數下降 2/16 天至 80 / 36 天。管道庫存（商店+倉庫）在 18 財年 12 月下降至 4.9 個月（17 財年 12 月為 6.0），說明新的物流系統十分成功，做到了 800 家門店的鋪貨直配，以及 1,500 家門店每周滾動補貨。
- ❖ 需求持續強勁的和 19 財年展望仍然樂觀。受惠於 1) 18 財年 4 季度同店銷售增長好於預期，達到中雙位數（18 財年 3 季度為低雙位數）和管理層亦指出了 19 財年 1-2 月的增長速度保持快速，2) 19 財 3 季度年交易會訂貨會增長保持，達到低雙位數（與 19 財年 2 季度相同）。管理層對 19 財年的目標是：1) 高雙位數的銷售增長，2) 中單位數的綫下同店銷售增長，3) 0.7-1.0 / 1.5-2.0 百分點的毛利率/經營利潤率擴張，4) 淨利潤率達到 7.5-8.0%。我們亦預測 19 財年的特許經營/自營/電子商務銷售增長到 14%/ 17%/ 30%。
- ❖ “中國李寧”的走紅為集團帶來不少的好處：1) 即使 18 財年下半年李寧主品牌平均售價上升（約 5-10%），但并不影響門店的人流，通過在李寧主品牌店中推出更多高端和“中國李寧”的產品，2) 更好的滲透到頂級的商場，更好的租賃條件和更快的門店擴張，因為房地產商為了能開到“中國李寧”門店，他們會給予更好的租賃條款和騰出空間給予李寧主品牌門店。
- ❖ 在 19 財年，“中國李寧”會有更明顯的貢獻。“中國李寧”的收入在 18 財年比較有限（招銀國際估計銷售占比只為 1%），因為：1) 大多數門店是於 18 財年下半年開業，2) 大多數商店由都是經銷商經營（23 家中的 18 家），而批發收入一般都會有延遲。但我們認為貢獻將在 19 財年變得更明顯（招銀國際估計可額外增加約 3-4% 的銷售），這是受惠於 1) 其快速擴張，到 19 財年預計可以開到 100 家門店（18 財年只為 23），2) 每家店的店效為李寧主品牌店的 4-5 倍，達到 8 百到 1 千萬人民幣和 3) 零售折扣很少（最高只有 92 折）。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
營業額 (百萬人民幣)	8,874	10,511	12,409	14,215	15,930
淨利潤 (百萬人民幣)	515	715	962	1,247	1,490
每股收益 (人民幣)	0.212	0.292	0.393	0.509	0.608
每股收益變動 (%)	(26.9)	38.0	34.5	29.6	19.4
市盈率 (x)	50.7	37.4	27.8	21.5	18.0
市帳率 (x)	5.1	4.5	4.0	3.5	3.1
股息率 (%)	0.0	0.8	1.1	1.4	1.7
權益收益率 (%)	10.2	12.3	14.7	16.6	17.2
財務杠杆 (x)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際研究預測

持有 (下調)

目標價	HK\$11.87
(前目標價)	HK\$10.70)
潛在升幅	-6.5%
當前股價	HK\$12.70

胡永匡

電話：(852) 3761 8776

郵件：walterwoo@cmbi.com.hk

中國運動用品行業業

市值(百萬港元)	27,840
3 月平均流通量(百萬港元)	132.45
52 周內股價高/低(港元)	13.08/6.33
總股本(百萬)	2,044.4

數據源：彭博

股東結構

李寧家族	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%

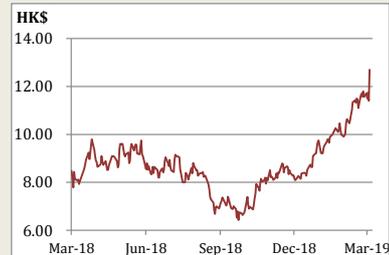
數據源：HKEx

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	26.7%	24.1%
3-月	56.4%	38.4%
6-月	72.3%	65.5%

數據源：彭博

股價表現



數據源：彭博

審計師：普華永道

公司網站：www.li-ning.com.cn

利潤表

年結：12月31日（百萬元人民幣）	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
服裝	4,172	5,316	6,486	7,588	8,575
裝束	501	594	653	718	790
其他	55	-	-	-	-
銷售成本	(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
銷售費用	(3,273)	(3,708)	(4,260)	(4,811)	(5,353)
一般及行政費用	(501)	(662)	(760)	(858)	(955)
其他收益	-	-	-	-	-
息稅前收益	446	777	1,103	1,403	1,682
淨融資成本	18	10	25	33	40
聯營公司	74	64	74	85	96
特殊收入	-	-	-	-	-
稅前利潤	538	850	1,203	1,521	1,817
所得稅	(22)	(135)	(241)	(274)	(327)
非控制股東權益	-	-	-	-	-
淨利潤	515	715	962	1,247	1,490

資料來源：公司及招銀國際研究預測

資產負債表

年結：12月31日（百萬元人民幣）	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流動資產	2,211	2,341	2,475	2,632	2,802
物業、厂房及設備	838	830	956	1,103	1,266
無形資產和商譽	258	234	220	203	180
土地使用權	76	74	75	77	80
投資型房地產	14	-	-	-	-
聯營公司的權益	-	-	21	45	73
合營公司的權益	-	-	-	-	-
其他金融資產	-	-	-	-	-
遞延稅項資產	101	103	103	103	103
其他	923	1,100	1,100	1,100	1,100
流動資產	5,110	6,386	7,546	8,804	10,201
其他金融資產	340	546	644	738	827
存貨	1,103	1,240	1,443	1,640	1,823
貿易及其他應收賬款	1,138	929	1,097	1,256	1,408
受限制銀行結餘	1	0	0	0	0
現金及現金等价物	2,529	3,672	4,362	5,169	6,142
流動負債	2,128	2,777	3,324	3,780	4,231
銀行借款	-	-	-	-	-
可轉換債券或優先股	-	-	-	-	-
貿易及其他應付賬款	2,108	2,545	2,986	3,409	3,806
即期稅項	20	134	240	273	326
其他	-	98	98	98	98
非流動負債	120	130	130	130	130
帶息借款	-	-	-	-	-
可轉換債券或優先股	-	-	-	-	-
关联方負債	18	35	35	35	35
遞延稅項	57	54	54	54	54
其他	45	42	42	42	42
資產淨額	5,074	5,820	6,567	7,526	8,642
非控股權益	-	-	-	-	-
權益股東應占總權益	5,074	5,820	6,567	7,526	8,642

資料來源：公司及招銀國際研究預測

現金流量表

年結：12月31日 (百萬元人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
息稅前收益	446	777	1,103	1,403	1,682
折舊和攤銷	370	395	433	492	559
營運資金變動	351	401	(29)	(28)	(26)
稅務開支	(27)	(22)	(135)	(241)	(274)
其他	20	(23)	-	-	-
經營活動所得現金淨額	1,159	1,528	1,372	1,627	1,941
購置固定資產	(389)	(462)	(546)	(625)	(701)
聯營公司	53	46	53	61	68
其他	(6)	23	30	36	43
投資活動所得現金淨額	(343)	(394)	(462)	(529)	(590)
股份發行	17	-	-	-	-
淨銀行借貸	2	16	-	-	-
股息	-	-	(215)	(289)	(374)
其他	(252)	(8)	(5)	(3)	(3)
融資活動所得現金淨額	(232)	8	(219)	(291)	(377)
現金增加淨額	584	1,142	690	807	974
年初現金及現金等价物	1,954	2,529	3,672	4,362	5,169
匯兌	(9)	-	-	-	-
年末現金及現金等价物	2,529	3,672	4,362	5,169	6,142

資料來源：公司及招銀國際研究預測

主要比率

年結：12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
銷售組合 (%)					
鞋子	46.7	43.8	42.5	41.6	41.2
服裝	47.0	50.6	52.3	53.4	53.8
裝備	5.6	5.6	5.3	5.1	5.0
其他	0.7	-	(0.1)	(0.1)	-
總額	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
息稅前利潤率	5.0	7.4	8.9	9.9	10.6
稅前利潤率	6.1	8.1	9.7	10.7	11.4
淨利潤率	5.8	6.8	7.8	8.8	9.4
調整後淨利潤率	-	-	-	-	-
有效稅率	4.2	15.9	20.0	18.0	18.0
增長 (%)					
收入	10.7	18.4	18.1	14.6	12.1
毛利	12.7	21.0	19.8	15.5	13.0
息稅前利潤	15.5	74.4	41.9	27.2	19.9
淨利潤率	(19.9)	38.8	34.5	29.6	19.4
資產負債比率					
流動比率 (x)	2.4	2.3	2.3	2.3	2.4
平均應收賬款周轉天數	46.8	32.3	32.3	32.3	32.3
平均應付帳款周轉天數	89.0	75.8	75.8	75.8	75.8
平均存貨周轉天數	85.7	82.9	82.9	82.9	82.9
淨負債 / 總權益比率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
回報率 (%)					
資本回報率	10.2	12.3	14.7	16.6	17.2
資產回報率	7.0	8.2	9.6	10.9	11.5
每股數據					
每股盈利(人民幣)	0.212	0.292	0.393	0.509	0.608
每股股息(人民幣)	-	0.089	0.120	0.155	0.185
每股賬面值(人民幣)	2.115	2.411	2.721	3.118	3.580

資料來源：公司及招銀國際研究預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點并無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國1934年證券交易法規則15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。