

# 李宁(2331 HK)

## 减速已有所预期，但利润率稳步上升

- ❖ 如果 18 财年 2 季度出现任何减速，我们不会感到惊讶，因为去年基数是相对较高。如果李宁在 18 财年 2 季度的零售销售增长放缓至低双位数（线下：高单位数 / 电商：中 30% - 40%），1 季度为中双位数（线下：低双位数/电商：高 30% - 40%），都会是我们预期之内的，相信主因是 17 财年 2 季度的基数较高（因为 2017 年是公司第一年开始积极地参与各个商务平台的 618 节日销售活动）。
- ❖ 18 财年上半年毛利率仍将有所上升。我们对上半年整体毛利率的改善感到乐观因为我们预计：1) 零售折扣保持稳定甚至同比有所改善，与 1 季度相比，18 财年 2 季度，对比 1 季度，没有更大幅度的减价促销（是受惠于新产品销售占比增加，和 2 月纽约时装周之后品牌的受欢迎程度提升了），2) 公司对电子商务业务的利润率比销售增长更为注重，3) 从 18 财年开始对批发经销商的扣会续渐减少。
- ❖ 我们预期 18 财年 3 季度的增长有望从新加速，并对即将到来的 19 年 1 季度的订货会销售增长感到乐观。展望 18 财年 3 季度，我们看到一些正面的因素，例如：1) 17 财年 3 季度的基数较低，增长只为负单位数，2) 最新的巴黎时装周系列的销售转换率比较高（尽管媒体关注度较低，但我们相信消费者的接受程度很高，尽管公司推出了很多更高价格的产品，鞋子/ T 恤的售价可能高达人民币 899 元/ 299 元，与以前的时装周不同，这一次公司有同步在线预售的这个产品系列预备更多的库存，3) 更好的产品差异化，公司的 SKU 都会针对性地对每个地区有不同的的设计和在每个子季节在商店的展示时间都有所调整，以更好地捕捉中国北方或南方的不同口味和需求，这是措施是从 17 财年 4 季度开始的，但是从 18 财年 2 季度才有更全面的推广。我们还预计 19 财年 1 季度的订货会销售增长将保持快速，原因是 1) 渠道中的库存很低而且健康；2) 平均销售价格会有所上涨以抵消原材料成本的上漲。
- ❖ 我们期望在 18 财年上半年会有可观的利润增长，在这个估值不高的情况下，现价是一个很好的时机。公司目前估值为 21 倍的 18-19 财年平均预测市盈率（仅为 0.7 倍 2 年 PEG），我们认为现价很有吸引力，因为它是低于 24 倍的 2 年平均。短线来看，我们认为李宁可能在上半年实现良好的盈利增长，受益于更好的毛利率和成本削减（CBA 赞助费有所下调，而令成本下降）。长线来看，我们对其发展也是相当乐观，因为它已经充分展示了其渗透到不同类别的新粉丝群体的能力，包括 1) 年轻的一代，以及 2) 对时尚更为敏感的高端客户，这是很可能会带来未来可观的增长。

### 财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17A
营业额(百万人民币)	7,089	8,015	8,874
净利润(百万人民币)	14	643	515
每股收益(人民币)	0.0066	0.2895	0.2087
每股收益变动(%)	(101.3)	4315.6	(27.6)
市盈率(x)	1,056.6	25.5	33.0
市帐率(x)	4.2	3.8	3.0
股息率(%)	-	-	-
权益收益率(%)	0.6	17.9	11.4
财务杠杆(x)	净现金	净现金	净现金

数据源：公司及招银国际研究

### 未评级

当前股价 HK\$8.41

#### 胡永匡

电话：(852) 3761 8776

邮件：[walterwoo@cmbi.com.hk](mailto:walterwoo@cmbi.com.hk)

#### 中国体育用品业

市值(百万港元)	18,388
3 月平均流通量(百万港元)	118.38
52 周内股价高/低(港元)	9.99/5.80
总股本(百万)	2,162.2

数据源：彭博

#### 股东结构

非凡中国	13.70%
Linden Street Capital	6.16%
自由流通	80.14%

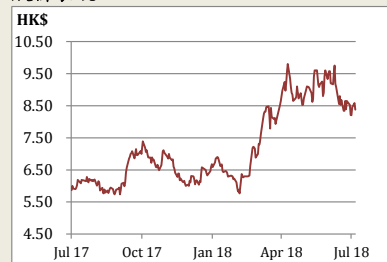
数据源：HKEx

#### 股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-8.6%	-1.3%
3-月	-8.7%	-1.6%
6-月	22.6%	32.6%

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](http://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于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。