

李寧 (2331 HK)

減速已有所預期，但利潤率穩步上升

- ❖ 如果 18 財年 2 季度出現任何減速，我們不會感到驚訝，因為去年基數是相對較高。如果李寧在 18 財年 2 季度的零售銷售增長放緩至低雙位數（線下：高單位數/電商：中 30%-40%），1 季度為中雙位數（線下：低雙位數/電商：高 30%-40%），都會是我們預期之內的，相信主因是 17 財年 2 季度的基數較高（因為 2017 年是公司第一年開始積極地參與各個商務平臺的 618 節日銷售活動）。
- ❖ 18 財年上半年毛利率仍將有所上升。我們對上半年整體毛利率的改善感到樂觀，因為我們預計：1) 零售折扣保持穩定甚至同比有所改善，與 1 季度相比，18 財年 2 季度沒有更大幅度的減價促銷（是受惠於新產品銷售占比增加，和 2 月紐約時裝周之後品牌的受歡迎程度提升了），2) 公司對電商務業務的利潤率比銷售增長更為注重，3) 從 18 財年開始對批發經銷商的回扣會續漸減少。
- ❖ 我們預期 18 財年 3 季度的增長有望從新加速，並對即將到來的 19 年 1 季度的訂貨會銷售增長感到樂觀。展望 18 財年 3 季度，我們看到一些正面的因素，例如：1) 17 財年 3 季度的基數較低，增長只為負單位數，2) 最新的巴黎時裝周系列的銷售轉換率比較高（儘管媒體關注度較低），我們相信消費者的接受程度都很高，儘管公司推出了很多更高價格的產品，鞋子/T 恤的售價可以高達人民幣 899 元/299 元，與上一季的時裝周不同，這一次公司有為同步線上預售的這個產品系列預備更多的庫存，3) 更好的產品差異化，公司的 SKU 都會針對性地對每個地區設有不同的設計和在每個季節在商店的展示時間都有所調整，以更好地捕捉中國北方或南方的不同天氣、口味和需求，這措施是從 17 財年 4 季度開始的，但是從 18 財年 2 季度才有更全面的推廣。我們還預計 19 財年 1 季度的訂貨會銷售增長將保持快速，原因是 1) 管道中的庫存很低而且健康；2) 平均銷售價格會有所上漲以抵消原材料成本的上升。
- ❖ 我們期望在 18 財年上半年會有可觀的利潤增長，在這個估值不高的情況下，現價是一個很好的時機。公司目前估值為 21 倍的 18-19 財年平均預測市盈率（僅為 0.7 倍 2 年 PEG），我們認為現價很有吸引力，因為它是低於 24 倍的 2 年平均。短線來看，我們認為李寧可能在上半年實現良好的盈利增長，受益於更好的毛利率和成本削減（CBA 贊助費有所下調，而令成本下降）。長線來看，我們對其發展也是相當樂觀，因為它已經充分展示了其滲透到不同類別的新粉絲群體的能力，包括 1) 年輕的一代，以及 2) 對時尚更為敏感的高端客戶，這是很可能會帶來未來可觀的增長。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17A
營業額 (百萬人民幣)	7,089	8,015	8,874
淨利潤 (百萬人民幣)	14	643	515
每股收益 (人民幣)	0.0066	0.2895	0.2087
每股收益變動 (%)	(101.3)	4315.6	(27.6)
市盈率(x)	1,056.6	25.5	33.0
市帳率(x)	4.2	3.8	3.0
股息率 (%)	-	-	-
權益收益率 (%)	0.6	17.9	11.4
財務杠杆(x)	29.6	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際研究

未評級

當前股價 HK\$8.41

胡永匡

電話：(852) 3761 8776

郵件：walterwoo@cmbi.com.hk

中國體育用品行業

市值(百萬港元)	18,388
3 月平均流通量 (百萬港元)	118.38
52 周內股價高/低 (港元)	9.99/5.80
自由流通	2,162.2

資料來源：彭博

股東結構

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

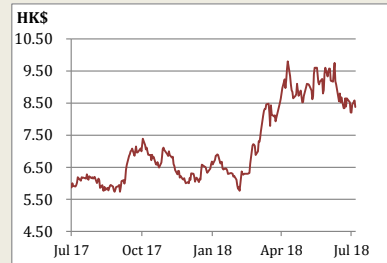
資料來源：HKEx

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-8.6%	-1.3%
3-月	-8.7%	-1.6%
6-月	22.6%	32.6%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師：普華永道

公司網站：www.li-ning.com.cn

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。報告所載資料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。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，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資料。報告中的資訊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。任何使用本報告資訊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資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、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，任何機構或個人于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資訊，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。接收本報告之行爲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。