

未评级

李宁 (2331.HK)

明年利润率有望提升

市场数据

报告日期	2014-11-25
收盘价 (港元)	4.05
总股本 (亿股)	14.01
总市值 (亿港元)	56.74
总资产 (亿元)	57.26
每股净资产 (元)	1.53

数据来源: wind、公司资料

主要财务指标

会计年度	2012A	2013A	2014E	2014 1H
营业额 (百万人民币)	6,676	5,824	6,309	3,137
同比增长	(25.2%)	(12.8%)	8.3%	7.95%
毛利率	(37.7%)	(44.5%)	(46.6%)	(44.6%)
净利润 (百万人民币)	(1,979)	(392)	(930)	(586)
净利润率	(29.64%)	(6.73%)	(14.74%)	(18.67%)
净资产收益率	(77.83%)	(18.22%)	(37.80%)	(24.30%)
每股收益 (人民币)	(1.73)	(0.3)	(0.66)	(0.42)

数据来源: Wind、公司资料、兴证香港

事件:

我们于 11 月 24 日与李宁 IR 总监 Angus 交流了公司最新的经营状况。

主要观点:

- **2015 年利润率有望上升:** 最近 2 年行业整体去库存结束, 行业整体进入复苏增长周期, 利于公司利润率的提升和经营的好转。
- **提供最有性价比的产品:** 公司定位为国内最有性价比的运动服饰品牌商。在定价上定位为国际品牌的一半, 比国内主要品牌的产品价格高 30-50%, 在产品质量上尽量达到国际品牌水平。
- **销售渠道由批发转变为零售:** 公司过去 90% 的收入来自对经销商的批发业务, 现在公司转型将更多的重点放在自营门店的开设和经营上, 以便更好的贴近消费者的需求并更好的管理店面。但这也给公司短期内带来较大的现金流压力和盈利压力。
- **公司即将任命新的 CEO:** 公司原代理 CEO 金总辞去代理总经理的职位, 我们预计新的 CEO 到岗后, 能更好的推进公司的业务发展。
- **估值:** 目前股价对应 2015 财年市盈率 13 倍。

兴证香港研究部

电话: 852-3509 5999

86-755-23826013

邮箱: research@xyzq.com.hk

会议要点:

1. 如何看待李宁的业绩反转速度低于同行:

过去几年全行业都在去库存，行业整体景气度较差，但是从去年开始，行业库存清理完毕，同行的业绩好转明显，但是我们在业绩增速上不如同行，主要是因为，我们还在调整我们的经营模式，比如，我们将自营店的比例提升到40%，以后这个比例还会继续提升到50%，我们在产品的研发，设计，产品理念的体现上，都走在了同行的前面，我们没有马上对经销商推货提升业绩作为，而是继续修炼内功。

2. 提升自营店比例的考虑因素:

过去全行业经营陷入困境，库存压力大，主要就是因为90%的收入都来自经销商的店，脱离终端消费者。当时一个街有3家同品牌公司的门店，公司对市场究竟有多大的容量并不知道，仅不断的开店来提升收入和业绩。当90%的门店都是经销商时，管理起来会出现很多问题。因此公司决定更多的依靠自己开店，贴近终端的消费者，在执行公司决策时，也能够起更好的示范作用。

3. 为何开设自营店是影响公司短期业绩的重要原因:

开店需要资金投入，新店平均要投入50-80万，6-12月才能盈亏平衡，从去年7月到今年6月净开店500家，这些店都处于培育期，会影响当年盈利。

4. 公司产品的定位:

做中国运动品牌中性价比最好的产品，如果以耐克为参考对象，我们的质量是它们的80%，我们的价格是它们的50%，和国内对手相比，我们的质量比它们好许多，我们的价格比它们高50%，比如，我们的鞋子400元一双，它们的200-300元一双，但是我们的鞋用来跑步对人体更好。国内同行都是工厂起家，它们在供应链的管理和成本控制上是强项，而我们是品牌公司，有很好的品牌认知度，最有潜力把终端市场搞好。

5. 如何看待电商这种新兴的消费模式对于品牌的影响:

电商是平台，我们是品牌，它们的优势是“量”，但是它们不可能把所有的生意机会全部都汇集给它们自己。我们会在电商上做广告，推广我们主办的赛事，成为运动精神的推动者，我们和电商是合作的关系，这也是一种机遇。

6. 对开店速度的预期:

在 3-4 年前，我们有 8000 多家门店，我们预计以后很难回到当时的数量，我们判断 5500-6000 家是比较理想的店铺数量，现在是 5700 家，明年也许净增加到 5800 家，但是不会增加到 6000 家以上。在开店速度上，现金流管理是我们最关注的因素。

7. TPG 入股后对公司的改变：

库存清理，扩大零售比例，提升产品的功能性，提升产品的性价比，电商策略，这些都是 TPG 入股后带来的变化。在公司的管理方面，2 个董事都是他们派的，他们进入后，原先的管理层都做了调整。过去在店面的管理上，做经销商批发业务的同事也会参与管理，那是很不规范的，TGP 进来后，建立了自己的专业团队，从主管级别开始招聘，把全国分为几个大区专业管理，可以说，公司的变化更大程度上来自他们的推动。

8. 董事长李宁先生对经营的参与程度：

李宁先生会参加每周在北京总部的会议，会处理日常的经营事务。

9. 李宁先生会否考虑以后退出公司：

他绝对不会离开自己创办的公司。

【免责声明】

本研究报告乃由兴证（香港）证券经纪有限公司（持有香港证券及期货事务监察委员会（「香港证监会」）第 1（证券交易）、4（就证券提供意见）类受规管活动牌照）备发。接收并阅读本研究报告，则意味着收件人同意及接纳以下的条款及声明内容。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴证（香港）证券经纪有限公司、兴证（香港）期货有限公司、兴证（香港）资产管理有限公司及兴证（香港）融资有限公司（统称「兴证香港」）违反当地的法律或法规或可致使兴证香港受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告仅提供予收件人，其所载的信息、材料或分析工具仅提供予收件人作参考及提供资讯用途，当中对任何公司及证券之提述均非旨在提供完整之描述，并不应被视为销售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。本报告所提述之证券或不能在某些司法管辖区出售。未经兴证香港事先书面许可，收件人不得以任何方式修改、发送或复制本报告及其所包含的内容予其他人士。

兴证香港相信本报告所载资料的来源及观点的出处均属可靠，惟兴证香港并不明示或默示地保证其准确性及/或完整性。除非法律法规有明确规定，兴证香港或其任何董事、雇员或代理人概不就任何第三方因使用/依赖本报告所载内容而引致的任何类型的直接的、间接的、随之而发生的损失承担任何责任。

本报告并非针对特定收件人之特定投资目标、财务状况及投资需求所编制，因此所提述的证券不一定（或在相关时候不一定持续）适合所有收件人。本报告之观点、推荐、建议或意见不一定反映兴证香港或其集团的立场，分析员对本报告提述证券的观点可因市场变化而改变，惟兴证香港没有责任通知收件人该等观点的变更。收件人不应单纯依赖本报告而取代其独立判断，收件人在作出投资决定前，应自行分析及/或咨询专业顾问的意见。兴证香港的持牌人员或会向有关客户及集团成员公司提供可能与本报告所表达意见不同之口头或书面市场评论或买卖建议。兴证香港并无责任向收件人提供该等其他建议或交易意见。

兴证香港及其集团、董事、高级职员及雇员（撰写全部或部分本报告的研究员除外），将可能不时于本报告提述之证券持有长仓、短仓或作为主事人，进行该等证券之买卖。此外，兴证香港及其集团成员公司或可能与本报告所提述或有关之公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担任或争取担任并提供投资银行、财务顾问、包销、融资或其他服务，或替其从其他实体寻求同类型之服务。收件人在阅读本报告时，应留意任何所有上述的情况均可能引致真正的或潜在的利益冲突。

【分析师声明】

本研究报告由兴证（香港）证券经纪有限公司分析员撰写。（1）本研究报告所表述的任何观点均准确地反映了分析员个人对标的证券及发行人的观点；（2）该分析员所得报酬的任何组成部分无论在过去、现在及未来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系；（3）对于提述之证券，该分析员并无接收到可以影响他们建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。