

李宁 (02331.HK)

2019年H1实现业绩大幅增长

2019H1 收入与归母净利润分别同增 33%/196%。2019H1 公司实现收入/归母净利润 62.55/7.95 亿元，同比增速分别为 33%/196%。一次性非经营性利润（主要来自投资收益）贡献 2.35 亿增量，扣非净利润同增 109% 至 5.6 亿元。毛利率同增 1PCTs 达 49.7%，销售/管理费用率分别 -4.5PCTs/+0.9 PCTs 至 32.8%/7.2%。综上，公司净利率达 12.7%（扣非后净利率 9%），整体业绩大幅增长。

运动行业高景气度，收入端实现 33% 的增长。李宁集团 H1 收入达 62.55 亿元，同增 33%。直营/加盟/电商收入增速分别为 12%/45%/38%，线上收入保持持续的高增长，线下方面 1) 公司整体同店增速为 10%-20% 中段，主要由于主品牌产品回归大众定位，中国李宁系列走红引发的积极的市场反应带动品牌影响力的提升。2) 渠道持续扩张，公司 19H1 主品牌渠道净增 78 个（增速 12%）达 6422 家，童装净增 79 至 872 家。3) 值得注意的是加盟端收入增速较快，原因主要来自于：部分直营门店转为加盟门店，同时公司允许加盟商开设大店（直营门店减少 127 个，加盟店净增 205 个）；根据我们的判断，公司持续收回对返点优惠，加盟商拿货折扣有所上升。

经营利润率提升 3PCTs，运营端持续改善。盈利层面：2019H1 底毛利率同增 1PCTs 至 49.7%，主要源于品牌力提升，直营终端折扣力度减小同时加盟商拿货折扣有所提升。费用率端，随着公司营销费用利用效率提升及部分直营门店转加盟店带来销售费用率的下降，同减 4.5PCTs 至 32.8%，管理费用率同增 0.9PCTs 至 7.2%。公司净利率从去年同期 5.7% 提升到 12.7%（扣非后净利率 9%）。运营层面：随着终端销售高增长，售罄率提升（同增超过 2PCTs），终端库存持续改善，公司存货周转天数同减 11 天至 74 天，经营性现金流同增 107% 至 13.6 亿元。

优质赛道+复苏增长共同带来业绩持续增长。展望 2019 年，公司卡位优质赛道，作为知名国民品牌，享有高于行业平均增速的终端流水增长。我们估计公司 2019 年新增渠道数量有望超过 200 家，同店增速保持双位数增长；随着毛利率的提升及终端控费效用的体现，净利率水平有望实现 3PCTs 以上提升。

投资建议。基于李宁的品牌积淀和消费者对其认可度的复苏，我们长期看好集团销售端的改善和盈利能力的提升。我们预计公司 2019-2021 年净利润为 12.5/14.3/17.0 亿元，增速 75.5%/13.6%/17.0%，现市值 427 亿港元，对应 19 年 PE 为 28 倍（其中 2019 年经营性净利润 10.5 亿元，对应 19 年 PE35 倍），维持“买入”评级。

风险提示：终端销售不达预期；盈利能力提升速度不达预期；管理层变动带来的运营变化。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	8874	10,511	13,073	15,526	18,353
增长率 yoy (%)	10.7	18.4	24.4	18.8	18.2
归母净利润(百万元)	515	715	1,255	1,426	1,669
增长率 yoy (%)	-19.9	38.8	75.5	13.6	17.0
EPS 最新摊薄(元/股)	0.22	0.31	0.54	0.61	0.72
净资产收益率 (%)	10.2	12.3	17.7	16.8	16.4
P/E (倍)	67.5	48.6	27.7	24.3	20.6
P/B (倍)	6.9	6.0	4.9	4.1	3.4

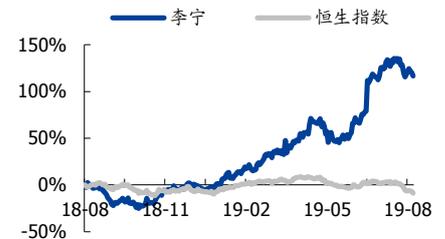
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入（维持）

股票信息

行业	
前次评级	买入
最新收盘价	18.50
总市值(百万元)	18,242.15
总股本(百万股)	986.06
其中自由流通股(%)	100.00

股价走势



作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com

研究助理 杨莹

邮箱：yangying1@gszq.com

相关研究

- 《李宁 (02331.HK)：趋势向好，经营业绩增速大超预期》2019-06-25
- 《李宁 (02331.HK)：涅槃与成长》2019-04-28



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	5110	6386	8169	9660	12419
现金	2529	3672	4735	6014	7917
应收账款	1138	929	1114	1312	1556
其他应收款	323	37	384	116	476
预付账款	17	0	0	0	0
存货	1103	1240	1427	1709	1962
其他流动资产	1	509	509	509	509
非流动资产	2211	2341	2064	1888	1708
长期投资	689	728	817	881	944
固定投资	838	830	594	359	123
无形资产	258	234	207	180	153
其他非流动资产	426	549	446	468	488
资产总计	7321	8727	10233	11548	14127
流动负债	2128	2777	3022	2927	3834
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	1145	1133	1830	1655	2464
其他流动负债	983	1644	1192	1272	1370
非流动负债	120	130	136	120	123
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	120	130	136	120	123
负债合计	0	2908	3158	3047	3958
少数股东权益	203	204	204	204	204
股本	3190	3249	3249	3249	3249
资本公积	1678	2363	3618	5044	6713
留存收益	5071	5817	7072	8498	10167
归属母公司股东收益	3	3	3	3	3
负债和股东权益	7321	8727	10233	11548	14127

现金流量表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动净现金流	1159	1672	690	1173	1747
净利润	515	715	1255	1426	1669
折旧摊销	363	411	230	230	230
财务费用	-23	-57	-84	-107	-139
投资损失	0	0	-237	-68	-65
营运资金变动	351	451	-475	-307	52
其他经营现金流	-47	151	0	0	0
投资活动净现金流	-343	-472	284	14	14
资本支出	-428	-475	269	246	266
长期投资	-0	73	-319	-294	-294
其他投资现金流	86	-70	333	62	42
筹资活动净现金流	172	-66	90	91	142
短期借款	0	0	84	107	139
长期借款	204	0	0	0	0
普通股增加	17	51	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-50	-117	6	-16	3
现金净增加额	988	1134	1063	1279	1904

利润表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	8874	10511	13073	15526	18353
营业成本	4697	5458	6667	7841	9268
营业税金及附加	170	0	0	0	0
营业费用	3273	3708	4536	5356	6332
管理费用	501	680	719	823	973
财务费用	-23	-57	-84	-107	-139
资产减值损失	40	62	84	107	139
公允价值变动收益	-5	23	0	0	0
投资净收益	74	64	237	68	65
营业利润	510	825	1471	1682	1985
营业外收入	27	26	26	26	26
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	538	850	1498	1708	2011
所得税	22	135	243	282	342
净利润	515	715	1255	1426	1669
少数股东收益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	515	715	1255	1426	1669
EBITDA	877	1204	1644	1831	2102
EPS (元/股)	0.22	0.31	0.54	0.61	0.72

主要财务比率

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入 (%)	10.7	18.4	24.4	18.8	18.2
营业利润 (%)	119.4	61.7	78.4	14.3	18.0
归属母公司净利润 (%)	-19.9	38.8	75.5	13.6	17.0
盈利能力					
毛利率 (%)	47.1	48.1	49.0	49.5	49.5
净利率 (%)	5.8	6.8	9.6	9.2	9.1
ROE (%)	10.2	12.3	17.7	16.8	16.4
ROIC (%)	9.5	11.2	16.4	15.5	15.1
偿债能力					
资产负债率 (%)	33.5	33.3	30.9	26.4	28.0
净负债比率 (%)	-49.9	-13.1	-22.3	-34.9	-38.9
流动比率	2.4	2.3	2.7	3.3	3.2
速动比率	1.9	1.9	2.2	2.7	2.7
营运能力					
总资产周转率	1.3	1.3	1.4	1.4	1.4
应收账款周转率	7.1	10.2	12.8	12.8	12.8
应付账款周转率	4.3	4.8	4.5	4.5	4.5
每股指标 (元/股)					
每股收益 (最新摊薄)	0.22	0.31	0.54	0.61	0.72
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.50	0.72	0.30	0.50	0.75
每股净资产 (最新摊薄)	2.18	2.50	3.03	3.65	4.36
估值指标 (倍)					
P/E	67.5	48.6	27.7	24.3	20.6
P/B	6.9	6.0	4.9	4.1	3.4
EV/EBITDA	36.9	25.9	18.4	15.8	12.7

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
 邮编：200120
 电话：021-38934111
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com