

李宁 (2331.HK) / 纺服

清晰且持续的成长逻辑

评级: 增持 (首次覆盖)

市场价格: 13.4

分析师: 李俊松

执业证书编号: S0740518030001

香港执业证书编号: BEY885

电话: 010-59013900

Email: lijuns@r.qlzq.com.cn

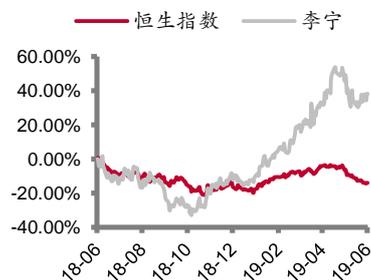
研究助理: 高乐彬

电话: 010-59013900

Email: gaolb@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	2306
流通股本(百万股)	2306
市价(港元)	13.4
市值(百万港元)	30900
流通市值(百万港元)	30900

股价与行业-市场走势对比

相关报告

指标 (人民币)	2017A	2018A	2019E	2020E
营业收入 (千人民币)	8873912	10510898	12363601	14189098
增长率 yoy%	11.97%	18.45%	17.63%	14.77%
净利润	511305	713695	956396	1158306
增长率 yoy%	-27.17%	39.58%	34.01%	21.11%
每股收益 (元)	0.22	0.31	0.41	0.50
净资产收益率	10.02%	12.24%	13.99%	14.55%
P/E	16.65	18.46	17.15	15.94
PEG	-0.61	0.47	0.50	0.76

投资要点

■ **公司简介。** 李宁有限公司为中国领先的体育品牌企业之一, 主要以李宁品牌提供专业及休闲运动鞋、服装、器材和配件产品, 目前李宁在中国运动鞋服行业的市占率达到 5.3%, 于内资品牌中排名第 2。除核心品牌李宁外, 公司还生产、开发、推广、分销/销售其他品牌体育产品, 包括红双喜乒乓球产品、AIGLE 户外运动用品、Danskin 舞蹈/瑜伽时尚健身产品及 Kason 羽毛球产品。
产品结构: 2018 年服装收入占比达到 50.6%, 鞋类收入占比 43.8%。
经销结构: 随着自营门店的增加, 公司自营零售收入占比由 2008 年的 12.8% 上升至 2018 年的 29.8%, 经销门店收入占比则由 2008 年的 86.3% 下降至 2018 年的 46.7%, 此外, 近年来公司的电商业务发展迅猛, 2018 年占比已达 21.1%。

■ **纺服行业的优质赛道—运动鞋服行业。** 1) **政府鼓励大众体育发展, 运动鞋服增速行业领先。** 我国政府持续加强对于运动产业的支持, 同时随着居民生活节奏及消费观念的改变, 人均可支配收入的提升, 居民对于运动鞋服的需求也将进一步上升。2) **行业集中度持续提升。** 运动鞋服的消费者需求明确且集中, 较为统一的需求能带来更高的行业集中度, 且运动鞋服产品由于其功能属性, 对公司的技术研发有一定要求; 此外, 运动鞋服的头部营销资源是稀缺的, 对于资金的要求也较高, 因此运动鞋服品牌容易形成垄断优势。2010 年我国运动鞋服品牌 CR10 为 65.2%, 2018 年该数字上升至 71.6%, 强者恒强局面显现。同时, 近年来海外品牌市占率持续提高, 外资品牌阿迪和 Nike 持续领先, 目前分别以 18.1% 和 16.8% 的市占率名列一二; 内资品牌方面, 安踏的市占率稳步提升, 已由 2008 年的 5.8% 上升至 7.9%, 位列第三; 李宁在 2009-2010 的市占率曾达到 10%, 一度超过阿迪, 位列第二名, 但此后李宁市占率持续降低, 于 2013 年达到历史低点 4.8%。虽然近年来市占率小幅回升至 5%, 排名行业第三, 但仍距公司巅峰时刻有较大差距。

■ **未来增长点: 盈利能力叠加收入的提升**

1) **渠道: 提高直营门店占比、精细化管理提高同店增速、多元化渠道组合。**

关闭低效门店, 提高直营门店占比, 增强门店盈利能力。2012 年起公司开始关闭低效店铺, 并且严把门店盈利能力, 通过新开或改建的方式提高直营门店占比, 增开高效盈利且具备体验概念的大型店铺, 2018 年公司的门店总数达到 7137 家, 同时公司直营门店数占比已由 2012 年的 9.8% 提升至 2018 年的 23.7%, 在内资运动品牌中排名第一。**加强对经销渠道的支持, 经销渠道毛利提升尚存空间。** 公司加强了对对于经销门店的管理和支持力度, 并将零售端积累的运营经验运用到经销渠道, 经销渠道的盈利能力得以不断提升, 经销单店平均收入已由 2013 年的 65.9 万元, 回升至 101.5 万元的高位; 此外, 随着经销商盈利能力的恢复, 公司于 2019 年提高了拿货价, 因此毛利率有望进一步提升。目前公司的经销门店数量达到 4838 家, 低于公司 2011 年 7495 家的门店数量, 经销门店仍有扩张空间。**电商渠道高速增长。** 近年来电商渠道发展迅速, 营收占比由 2014 年的 4.9% 上升至 2018 年的 21.1%, 2014-2018 年电商渠道的复合增长率达到 65.4%, 电商渠道中自营占比超过 85%, 因此电商渠道具有更高的毛利率。

2) **多品牌及产品组合: 童装及女性运动服装业务未来可期。**

专注核心品类, 布局童装及女性运动服装领域。 公司对于品牌外延相对审慎, 持续收缩对非核心品类的赞助力度, 专注于主品牌及五大核心品类的发展, 因此虽然公司非核心品类收入有所下滑, 但营销效率有所提升, 广告费用率亦有所下降。公司重点布局了行业发展空间广阔, 且对现有业务有所补充的童装及女性运动品类。**李宁 Young:** 我国童装市场发展空间广阔, 2018 年市场规模达到 2091 亿元, 未来五年的复合增速也预计在 12%

左右，增速排名纺服细分行业第一，公司积极布局童装行业，2018年李宁 Young 门店数量达到 793 家，较去年增加了 620 家（年初接管代理商经销店 361 家），占到李宁全年新开门店的 88.5%，营收占比达到 11.1%。**Danskin:** 随着运动行业市场规模的不断扩大，运动市场朝着细分化方向发展，其中女性特色运动健身市场的潜力广阔。2016 年 10 月公司获得美国女性专业舞蹈运动品牌 Danskin 在中国大陆及澳门地区的独家经营权。

3) 品牌力：明星签约、研发投入、中国李宁系列提高品牌影响力

先天优势：国民运动品牌基因。与其他国产运动品牌创始人以代工或经销起家不同，公司的创始人李宁先生为著名体操运动员，其开创的运动品牌“李宁”具有天然的品牌影响力，根据 C-BPI 的数据，李宁在国内运动鞋服的品牌影响力始终保持前三。**聚焦头部体育资源，增强品牌影响力。**近年来李宁开始压缩广告及赞助费用，但更专注于核心品类的推广及头部资源的赞助，对顶级体育明星及赛事的赞助，大大提高了公司的品牌影响力。**“中国李宁”引领“国潮”，提高国际认知度。**中国李宁系列产品凭借极强的设计感及中国元素获得追捧，2018 年中国李宁服装系列总销量超过 50 万件，鞋系列销量超过 5 万件，新品售罄率均超过 70%，目前，中国李宁店铺已有 50 多家，未来预期将以较快速度拓展，并成为公司中高端系列的重要补充。**持续的研发投入，保证产品功能及创新性。**产品品质及创新也是品牌力最重要的支撑，李宁重视产品研发设计的投入，2008-2014 年公司的研发费用率长期保持在 3% 左右，高企的研发费用保证了李宁持续进行产品创新升级，近年来公司严格控制费用，研发费用率下降至 2% 左右，但受益于研发投入的长期积淀，公司产品创新能力依旧领先。

4) 加强供应链反应速度，提升自有供应链能力。此前，李宁并没有独立产能，无法像其他国产运动品牌一样控制生产到运营的全部阶段，同时李宁也没有国际品牌如耐克那样强大的议价能力，因此产品掌控力较弱。为提高供应链的反应速度和弹性，公司开始推行“因需而动”的供应模式，同时，2018 年公司于广西省南宁市租赁了鞋产品生产厂，开始逐步启动上游资源整合，进入生产领域，加快鞋品供应节奏，未来，我们预期随着公司优质供应商的积累，自有供应链的开发，公司的产品供应的效率及品质管理都会有一定的提高，公司的生产成本也有望降低。

5) 盈利能力：同业对比，毛利率提升及费用率下降空间仍存。横向对比，2018 年李宁的毛利率达到 48%，排名第三，远高于特步及 361 度 44% 及 40% 的毛利率，中国动向和安踏由于旗下分别拥有高端品牌 Kappa 及 FILA，毛利率排名一二，分别达到 56% 和 53%；李宁的净利率表现则不及毛利率，虽然自 2015 年起开始扭亏，但 2018 年公司净利率仅为 6.8%，低于安踏 18.9% 及特步 10.3% 的净利率，这主要是由于公司直营门店占比较高，导致经销费用率高企，2018 年公司经销费用率达到了 35%，而安踏、特步及 361 分别为 27%、21% 和 19%，未来公司净利率的提升空间仍然广阔。

■ **盈利预测及估值分析：**我们认为公司目前仍处于成长及盈利恢复期，1) 盈利能力方面，公司的净利率较同业其他公司有较大的提升空间，随着直营门店占比提高、产品结构优化、供应链效率提升，公司的盈利能力将持续提高；2) 营收增速方面，随着门店拓展、各渠道深耕带来同店增速的提高以及公司童装、运动时装和女性运动服饰板块的快速发展，公司的营收规模也将不断增加。我们预计公司 2019/2020 年的营收分别为 123.6 亿及 141.9 亿元人民币，同比增速分别为 17.6% 和 14.8%；公司 2019/2020 年的净利润分别为 9.6 亿及 11.3 亿元人民币，同比增速分别为 34% 和 22.4%。海外龙头运动品牌 19 年的平均估值（去掉最大值和最小值）为 32 倍；安踏 19 年的估值为 23 倍，考虑到公司持续的成长性、盈利能力较大的提升空间及内资品牌中领先的 brand 影响力，我们给予李宁 19 年 29 倍 PE，对应市值 316 亿港元，首次覆盖，给予“增持”评级。

■ **风险提示。**渠道扩展及门店扩张不及预期；库存消化不佳；宏观经济增速放缓；公司大力发展的童装及运动时尚品类销售不及预期。

内容目录

公司业务介绍	- 4 -
公司简介	- 4 -
公司历史沿革	- 5 -
纺服行业的优质赛道—运动鞋服行业	- 9 -
行业规模持续扩张	- 9 -
行业集中度持续提升	- 10 -
未来增长点：盈利能力叠加收入的提升	- 11 -
渠道：提高直营门店占比、精细化管理提高同店增速、多元化渠道组合 ..	- 11 -
多品牌及产品组合：童装及女性运动服装业务未来可期	- 13 -
品牌力：明星签约、研发投入、中国李宁系列提高品牌影响力	- 14 -
供应链：以业务需求为导向的供应量管理	- 17 -
盈利能力：同业对比，毛利率提升及费用率下降空间仍存	- 18 -
盈利预测及估值分析	- 20 -
盈利预测	- 20 -
估值分析	- 20 -
风险提示	- 21 -

公司业务介绍

公司简介

- 中国李宁。** 李宁有限公司为中国领先的体育品牌企业之一，主要以李宁品牌提供专业及休闲运动鞋、服装、器材和配件产品，公司已在中国建立庞大的供应链管理体系以及零售分销网络，目前李宁在中国运动鞋行业的市占率达到 5.3%，低于安踏 7.9% 的市占率，于内资品牌中排名第 2。除核心品牌李宁外，公司还生产、开发、推广、分销/销售自有、特许/与第三方经营的其他品牌体育产品，包括红双喜乒乓球产品、AIGLE（艾高）户外运动用品、Danskin 舞蹈和瑜伽时尚健身产品及 Kason（凯胜）羽毛球产品。

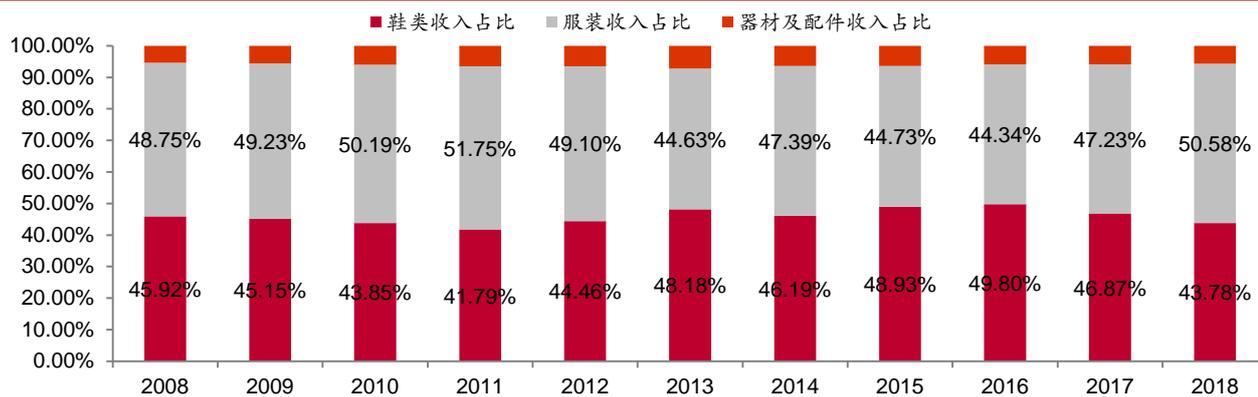
图表 1: 公司主要品牌

logo	成立时间	股权占比	产品	价格	收入占比
	1990	100%	专业运动产品：篮球、跑步、训练、羽毛球、运动时尚	大众	
	2017	100%	3-14 岁青少年运动产品：篮球、跑步、训练、羽毛球、运动时尚	大众	
	2010	100%	高端时尚运动产品（时尚运动系列单品）	中高端	主营李宁牌
	2015	100%	休闲服饰（以时尚创意生活为核心的体育用品）	大众	业务大于 99%
	2012	100%	围绕 NBA 球星韦德打造的专属平牌，主要以韦德之道系列鞋类为主，服饰配件为辅	中高端	
	2018	100%	运动潮流时尚产品：服饰、鞋类	中高端	
		2016 年以前持股 57.5%			
	2007	2016 年卖掉 10% 的股份，还剩 47.5%	运动器械市场（运动服装、各类体育器械）	大众	
	2005	合资经营	中高端时尚休闲市场（功能性休闲外套、时尚胶靴）	中高端	其他小于 1%
	2009	100%	运动器械市场（以羽毛球产品为核心、运动服装）	大众	
	2009	特许独家经营权	女性运动市场（女性健身单品、新式运动生活休闲服装、舞蹈用品）	中高端	

来源：公司官网，中泰证券研究所

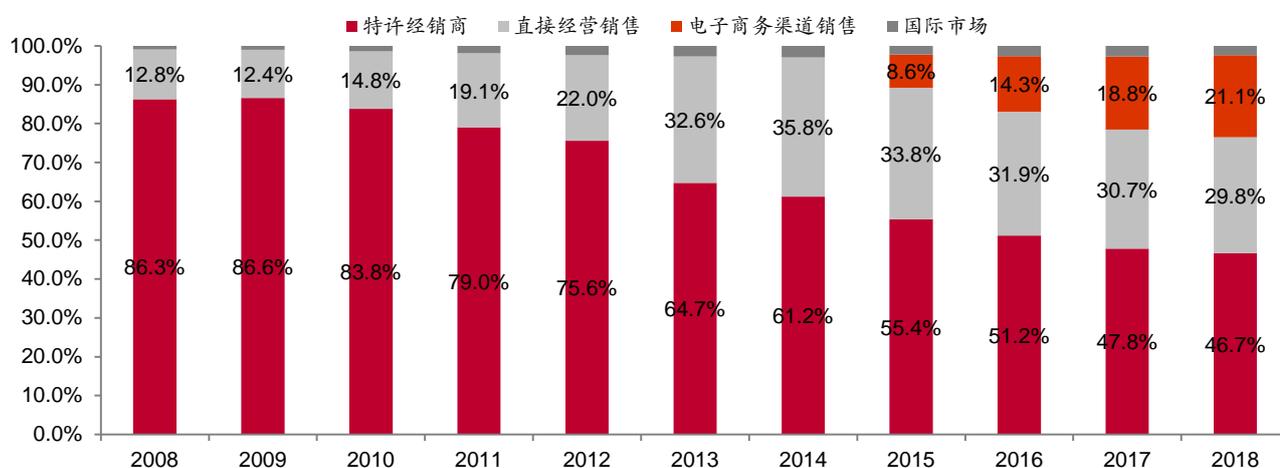
- 公司业务结构。公司产品结构：**公司主营运动服装及鞋类产品，近年来服装类占比逐渐提升，2018 年服装收入占比达到 50.6%，鞋类收入占比 43.8%，同时，公司篮球、跑步、训练及运动时尚四大核心品类的收入占比分别为 25%、25%、22% 及 25%。**公司经销结构：**随着自营门店的增加，公司自营零售收入占比由 2008 年的 12.8% 上升至 2018 年的 29.8%，经销门店收入占比则由 2008 年的 86.3% 下降至 2018 年的 46.7%，此外，近年来公司的电商业务发展迅猛，2018 年电商渠道收入已占到营收的 21.1%，国际市场的占比较小，维持在 2% 左右。

图表 2: 公司产品结构



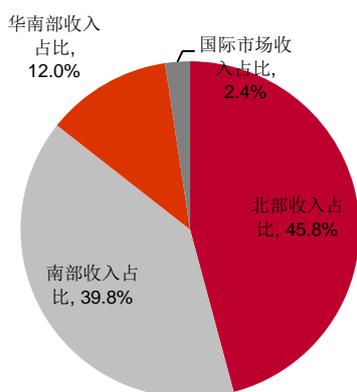
来源：公司年报，中泰证券研究所

图表 3：公司销售渠道结构



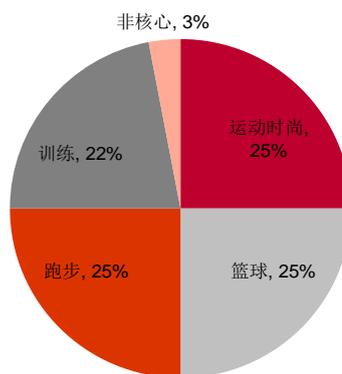
来源：公司年报，中泰证券研究所

图表 4：公司各地区收入占比



来源：公司年报，中泰证券研究所

图表 5：公司各类别产品收入占比



来源：公司年报，中泰证券研究所

公司历史沿革

图表 6: 公司历史沿革

时间	事件
1989 年	广东健力集团成立广东李宁，制造及销售李宁牌运动服装
1992 年	25 届巴塞罗那奥运会，李宁产品被选为中国代表团指定体育用品
1997 年	李宁及合伙人成立上海李宁，集中集团所有业务，其他成员公司（包括广东李宁）相继并入上海李宁名下
1998 年	成立自身地区销售公司，经营中国零售门店
1999 年	安装 SAP 企业资源规则（ERP）系统以提高整体运营效率
2000 年	首次参加德国国际体育用品博览会，开始制定及推行将产品出口至国际市场的业务策略
2002 年	取得 KAPPA 牌产品在中国及澳门的独家经营权 确定公司使命、愿景，核心价值观以及业务发展战略，确定品牌定位及口号
2004 年	在香港联交所主板成功上市（股票代码：2331），这是第一家内地体育用品公司在香港上市
2006 年	与 NBA 后卫达蒙·琼斯签约，成为第一个出现在 NBA 赛场上的中国体育品牌
2007 年	宣布收购著名乒乓球品牌红双喜
2008 年	李宁先生点燃北京奥运会主火炬 与 Lotto 签订协议为期 20 年的特许协议。
2009 年	收购凯胜体育全部已发行股份
2010 年	全新重塑李宁品牌形象，推出新标识与新口号
2012 年	亏损严重，管理层大变动 签约 NBA 著名球星韦德
2013 年	韦德之道系列上市，引起市场轰动
2015 年	李宁回归担任代理 CEO，重启口号“一切皆有可能”，制定“互联网+运动生活体验”战略 与京东签署战略合作协议
2016 年	宣布收购舞蹈运动品牌 DANSKIN 组建童装事业部，推出全新品牌李宁 Young
2018 年	“中国李宁”登陆纽约时装周，品牌回暖

来源：公司官网，中泰证券研究所

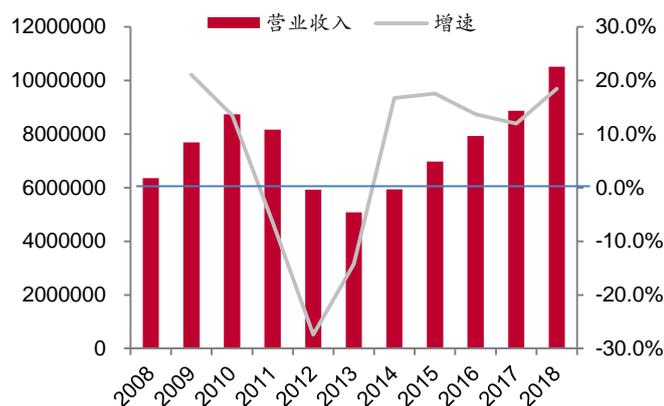
- 1989-2003 年: 品牌创始期。**1989 年，李宁先生在健力宝集团的支持下，成立广东李宁，制造并销售李宁牌运动服装，公司在国内建立了经销商及零售网络，并通过赞助奥运会等体育赛事以及运动员，迅速提高了品牌知名度，同时，公司安装了 SAP 企业资源规划系统以提高整体经营效率，开始去家族化，搭建现代化的公司管理体系，并聘请欧洲设计师，改良产品设计，此外，自 2000 年起公司开始制定并实行将产品出口至国际市场的业务策略。该阶段，公司的营收快速增长，自 2001 年的 7.35 亿元增至 2003 年 12.67 亿，年均复合增长率达 20.2%。另外，公司净利率以小幅持续持续增长，2001 年、2002 年及 2003 年净利率分别为 6.75%、6.98%与 7.36%。
- 2004-2009: 高速发展期。**该阶段，公司一方面快速进行渠道扩张，平均每年扩店数量达到 789 家，另一方面，公司进一步加强品牌影响力建设，包括与奥运会、世界杯等众多国际赛事签约，与中国奥运金牌团队以及 NBA 球星等国内外体育明星/团队签约，此外，2008 年李宁点燃北京奥运会圣火进一步提高了公司的品牌影响力，同时，2004 年公司成功

在港股上市，成为国内第一家上市的运动服饰公司。该阶段，受益于公司渠道的快速扩张，品牌影响力的提升以及中国经济的迅速发展，公司的营收及净利润迅速发展，至 2009 年，公司营收突破 83.86 亿，复合增长率达到 28.33%；毛利率也自 2005 年起稳定上升，到 2008 年达到最高值 48.14%；公司净利率逐步提升，自 2004 年的 7.10% 提升至 2009 年 11.56%，2009 年李宁在中国的市占率首次超越阿迪，排名国内第二，仅次于耐克。

- **2010-2014：改革失败期。**在上一阶段的粗放式扩张中，内资品牌通过代理的形式快速开店，脱离对终端需求的把握，行业库存积压问题严重，我国内资体育品牌频频陷入关店潮，在该阶段，李宁的存货周转天数由 2010 年的 52 天迅猛攀升至 100 天以上，这主要是由于李宁依靠经销商销售，渠道管理效率低下，并且没有自有产能对于终端和产品的掌控力较弱。对此，公司进行了两次改革，2010 年起公司进行品牌重塑，更改 logo 与 slogan；2012 年公司开始进行渠道改革，但两次改革均以失败告终。**第一次改革：以张志勇为主导的品牌重塑改革。**自 2010 年以来，行业整体销售疲软，而各大运动品牌厂商对于行业增速过于乐观，持续大量开店，导致竞争越发激烈，行业整体进入清库存周期。**措施：**面对严峻的行业形势，2010 年公司开始进行品牌重塑，更换品牌标志，并将产品定位为 90 后，发布新口号“Make the Change”以期迎合年轻一代的消费需求，此外，由于国际化定位及品牌升级使得成本上升，公司在 08-10 年期间进行了三次提价，服装及鞋类产品价格分别累计提高了 37%、26%。**影响：**由于品牌定位尴尬，年轻一代对于品牌的认同感较低，而产品价格提升，导致一大批老顾客流失；此外，新标产品的推出，使得公司老标产品库存积压，最终只能打折出售；因此自 2011 年起公司营收及净利润增速开始转负，市占率也由 2010 年的 9.7% 下滑至 2011 年的 8.2%，安踏则凭借 9.1% 的市占率超越李宁，成为市占率最高的国产运动品牌。

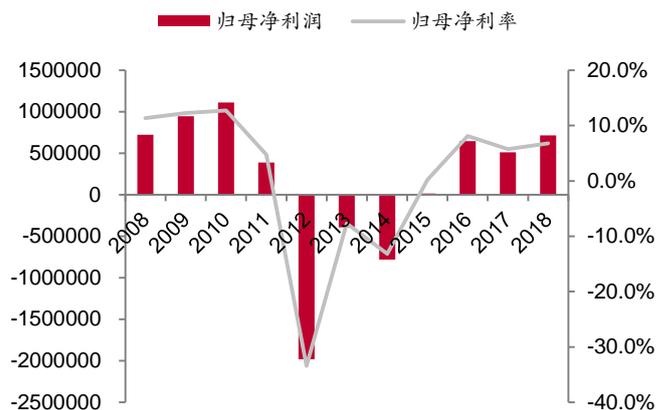
第二次改革：以金珍君为主导的运营管理改革。2012 年公司引入战略投资者 TPG，并引入 TPG 合伙人金珍君对公司渠道及管理进行改革。**措施：**加强直营网络建设，直营门店占比从 2012 年的 22% 上升至 2014 年的 37%，Pose 机覆盖率达 80%，加强终端把控力度；关闭经营不善的门店，2012 年关闭门店数量 1821 家；清理库存，2012 年斥资 18 亿元从终端回购库存；管理层调整，新任 CEO、CFO、COO 等；加大头部体育资源投放，赞助 CBA 及球星韦德。**影响：**由于公司大量回购库存并计提存货减值，2012 年公司毛利率下降 7.4 个百分点至 38.7%；同时由于经销商还款能力下降，公司计提了大量应收账款减值，叠加营销赞助费用及研发费用的增加，公司各项费用率持续走高，净利率首次转负，2012、2013 及 2014 年公司的净利润分别为 -19.8、-3.9 及 -7.8 亿元；由于大量关店，公司市占率由 2011 年的 8.2% 大幅下滑至 2014 年的 5.2%；此外，金珍君加入后，公司管理层变动较大，管理难度提高。当然需要指出的是，第二次改革中增加直营门店，提高终端掌控力，去库存，签约韦德等措施都为李宁下一阶段的业绩复苏打下了基础。

图表 7: 公司营业收入 (千人民币)



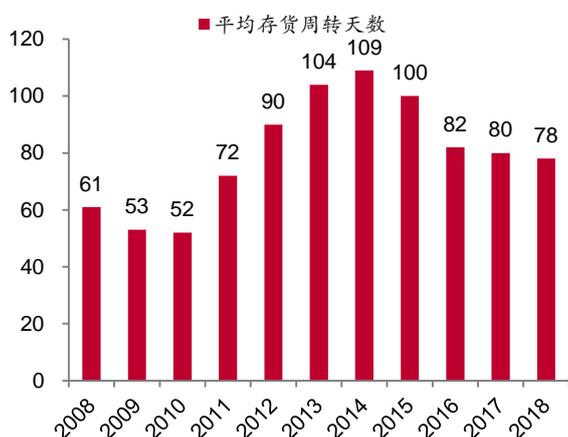
来源: 公司年报, 中泰证券研究所

图表 8: 公司归母净利润 (千人民币)



来源: 公司年报, 中泰证券研究所

图表 9: 公司存货周转天数



来源: 公司年报, 中泰证券研究所

图表 10: 公司应收账款周转天数

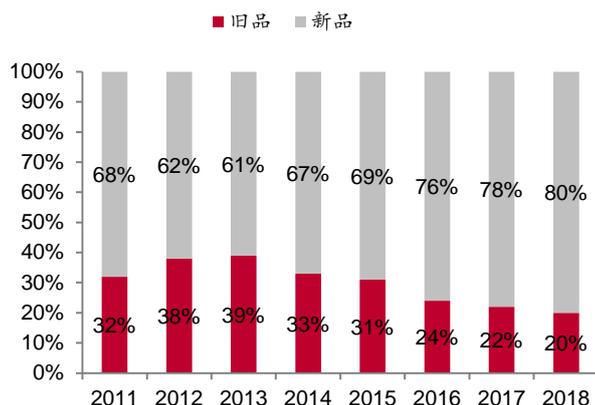


来源: 公司年报, 中泰证券研究所

- 2015年-至今: 成长恢复期。**2015年创始人李宁先生回归公司出任CEO, **措施:** 1) **专注五大核心品类, 重新定位大众市场。**此前, 公司通过提价走高端路线, 以期打造国际化品牌, 最终导致客户流失, 此次, 公司重新定位大众市场, 调整产品价格, 250元以下及250-450元的SKU占比达到55%及35%, 此外, 公司对于篮球、跑步、羽毛球、训练及运动生活五大核心品类分建“篮球、羽毛球、室内运动”、“跑步、训练”及“运动时尚”三大业务部门, 协调各部门进行专业产品打造。2) **拓展经销渠道, 精细化管理。**2014年公司经营开支大增, 主要是由于自营门店新增276家, 但上一阶段直营网络的建设对日后业绩产生重大贡献, 2018年底, 李宁的自营店门店, 占比达到23.7%, 直营门店的增加, 强化了库存管理能力, 公司的库存周转天数已由2014年的109天下降至2018年的78天。此外, 李宁还开始积极拓展电商渠道。3) **优化供应链管理, 提高运转效率。**一方面, 公司建立终端产品数据反馈机制, 调整门店产品供应组合, 提高供应链的运转效率; 另一方面, 公司整合供应商平台, 鞋服两大供应链负责人直接对李宁汇报。**影响:** 随着公司持续的渠道、产品的改善, 以及精简开支带来各项费用占比的降低, 2015

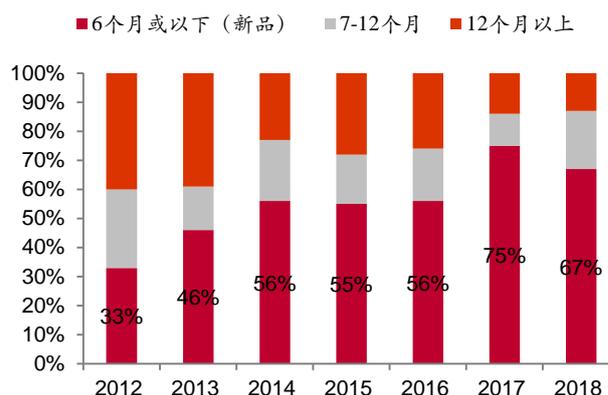
年李宁结束连续三年的亏损,实现归母净利润 0.14 亿元,营收增长 17% 至 70.89 亿元,及至 2018 年度李宁实现营收 105 亿元,同比增长 18.2%; 归母净利润达到 4.5 亿元,同比上升 36.8%。同时,公司新品销售占比明显提升,2014 年李宁当季及上季的新品销售占比为 67%,2018 年新品的销售额占比已提升至 80%;此外,自 2012 年李宁陷入关店潮后,2015 年公司门店总数开始增加,同店销售额也开始恢复,存货周转天数也逐渐降低,存货结构不断优化,12 个月以上的存货占比明显降低。

图表 11: 商品零售结构占比



来源: 公司年报, 中泰证券研究所

图表 12: 公司存货结构



来源: 公司年报, 中泰证券研究所

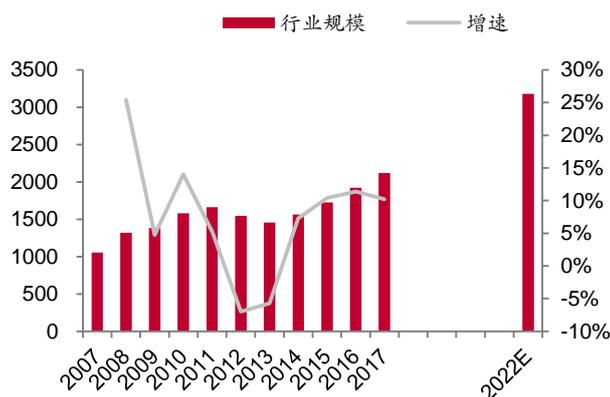
纺服行业的优质赛道—运动鞋服行业

行业规模持续扩张

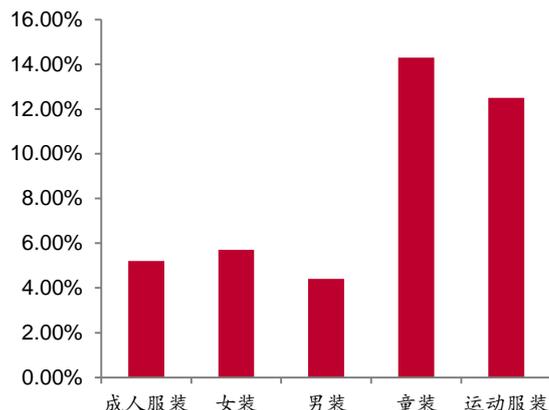
- 政府鼓励大众体育发展,运动鞋服增速行业领先。**我国政府持续加强对运动产业的支持,并提出“十三五”期间,我国体育产业总规模超过 3 万亿元,从业人员数超过 600 万人,产业增加值占国内生产总值中的 1.0%;体育服务业增加值占比超 30%;体育消费额占人均可支配收入的 2.5% 以上等几个发展规划。同时随着居民生活节奏及消费观念的改变,人均可支配收入的提升,更多居民参与到体育运动中,对于运动鞋服的需求也将进一步上升。在经历了 2011-2014 年的调整期后,行业已经发展至新阶段,2017 年我国运动鞋服行业规模同比增长 10.2% 至 2121 亿元,根据 Euromonitor 的数据,未来 5 年行业的复合增速将达到 8.4%,至 2022 年行业规模有望突破 3000 亿。

图表 13: 我国运动鞋服行业规模(亿元)

图表 14: 我纺服各细分行业增速(2017年)



来源: Euromonitor, 中泰证券研究所

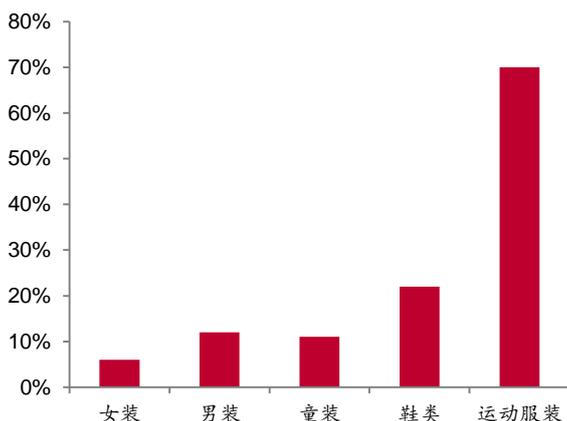


来源: Euromonitor, 中泰证券研究所

行业集中度持续提升

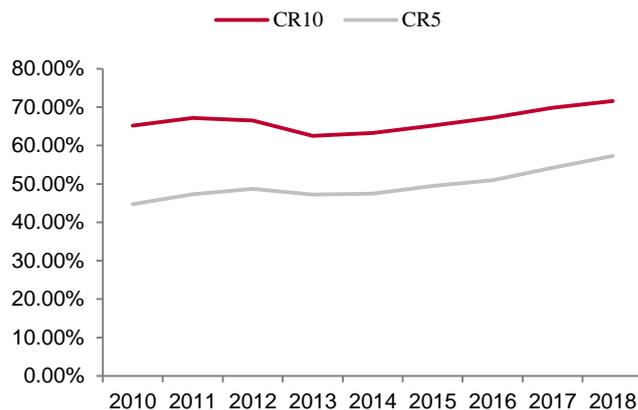
- 区别于时装行业的优质基因。**由于服装行业的进入壁垒相对较低，且市场需求呈现多元化的特征，我国鞋服行业集中度较低，男装、女装及鞋类的 CR10 分别为 12%、6%及 22%，与此相对，我国运动鞋服行业的 CR10 已高达 70%。运动鞋服行业天生具有高行业集中度的基因，因为普通鞋服更多是对于个性化及时尚性的追求，随着消费者需求的转变，新进入者不断抢占市场空间，很难形成垄断；而运动鞋服则更多是对于功能性及品牌的追求，消费者需求明确且集中，较为统一的需求能带来更高的行业集中度，且运动鞋服产品由于其功能属性，对公司的技术研发有一定要求；此外，运动鞋服的头部营销资源是稀缺的，对于资金的要求也较高，因此运动鞋服品牌容易形成一定的垄断优势。

图表 15: 我国纺服各细分行业 CR10 (2017 年)



来源: Euromonitor, 中泰证券研究所

图表 16: 我国运动鞋服行业 CR10 及 CR5

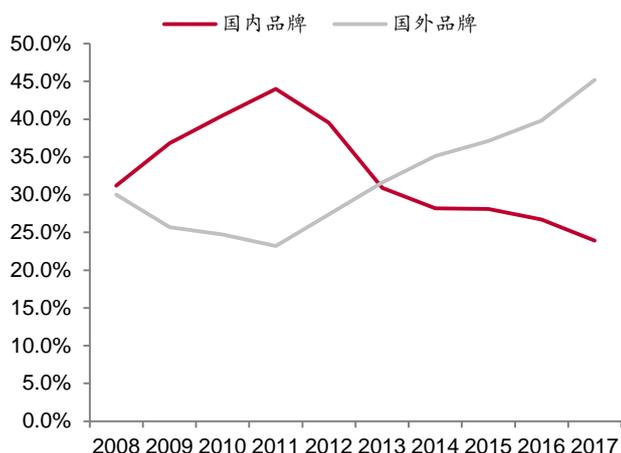


来源: Euromonitor, 中泰证券研究所

- 运动服装行业集中度不断提高，向国外品牌集中。**2010 年我国运动鞋服品牌 CR10 为 65.2%，2018 年该数字上升至 71.6%，CR5 也由 44.7% 上升至 57.3%，行业集中度持续提高，强者恒强局面显现。同时，近年来海外品牌市占率持续提高，已于 2014 年超过国产品牌市占率，2018 年国外品牌的市占率达到 54.3%，国产品牌市占率下滑至 28.6%，两者

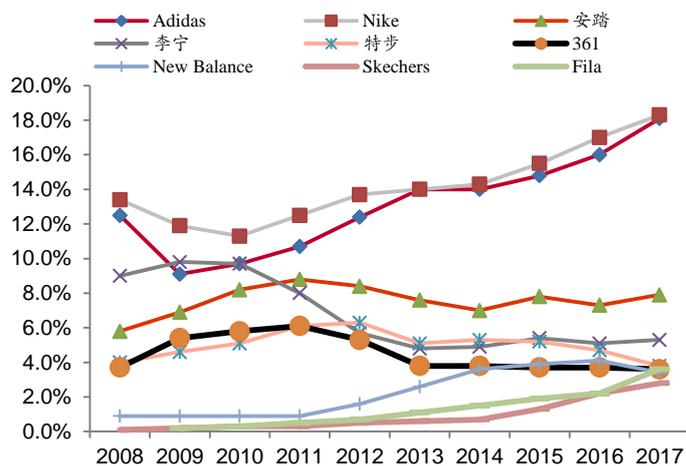
差距持续拉开。分品牌来看，外资品牌阿迪和 Nike 持续领先，目前分别以 18.1%和 16.8%的市占率名列一二；内资品牌方面，安踏的市占率稳步提升，已由 2008 年的 5.8%上升至 7.9%，位列第三；李宁在 2009-2010 的市占率曾达到 10%，一度超过阿迪，位列第二名，但此后李宁市占率持续降低，于 2013 年达到历史低点 4.8%，虽然近年来市占率小幅回升至 5%，排名行业第三，但仍距公司巅峰时刻有较大差距。

图表 17: 我国运动鞋服 CR10



来源: Euromonitor, 中泰证券研究所

图表 18: 我国运动鞋服行业各品牌市占率



来源: Euromonitor, 中泰证券研究所

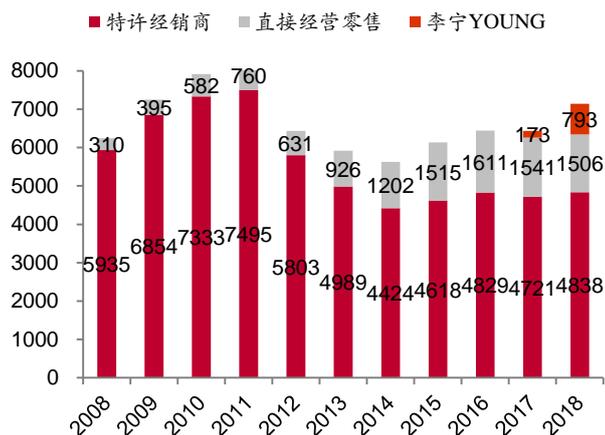
未来增长点: 盈利能力叠加收入的提升

渠道: 提高直营门店占比、精细化管理提高同店增速、多元化渠道组合

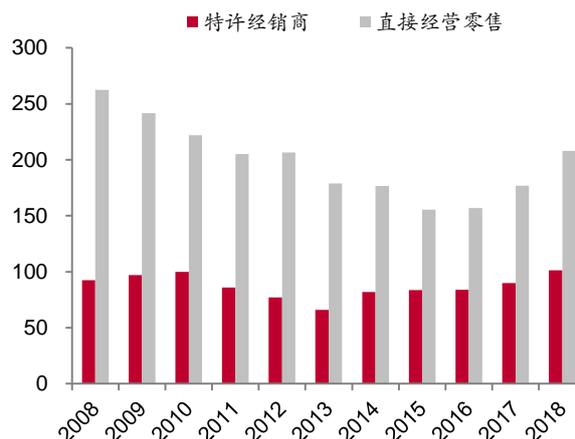
- 关闭低效门店，提高直营门店占比，增强门店盈利能力。2012 年起公司开始关闭低效店铺，并且严把门店盈利能力，通过新开或改建的方式提高直营门店占比，增开高效盈利且具备体验概念的大型店铺，2018 年公司的门店总数达到 7137 家，但与安踏 10057 家的门店数量相比，仍有相当的开店空间，同时公司直营门店数占比已由 2012 年的 9.8% 提升至 2018 年的 23.7%，在内资运动品牌中排名第一。在零售运营方面，公司引入专业的零售人才，并通过加强月/季度评估考核，建立标准化单店订货管理工具，建立商品快速反应项目组，并建立以畅销品为基础的长生命周期门店滚动铺货平台，不断提高直营门店运营管理效率，同时，直营门店店效是经销门店的 2 倍左右，直营门店占比的提高也将带动公司经营效率的提升，从同店表现可以看出，公司零售端的运营效率持续提升，2018 年同店增长率平均达到近年较高水平。

图表 19: 公司门店数量及门店结构

图表 20: 直营及经销门店单店收入 (万元)



来源：公司年报，中泰证券研究所



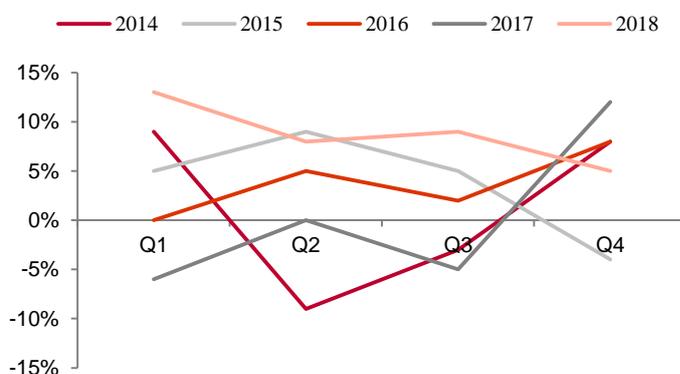
来源：公司年报，中泰证券研究所

图表 21: 整体同店增长率



来源：公司年报，中泰证券研究所

图表 22: 零售端同店增长率

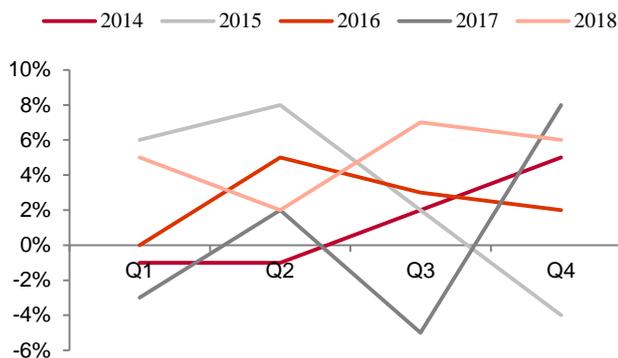


来源：公司年报，中泰证券研究所

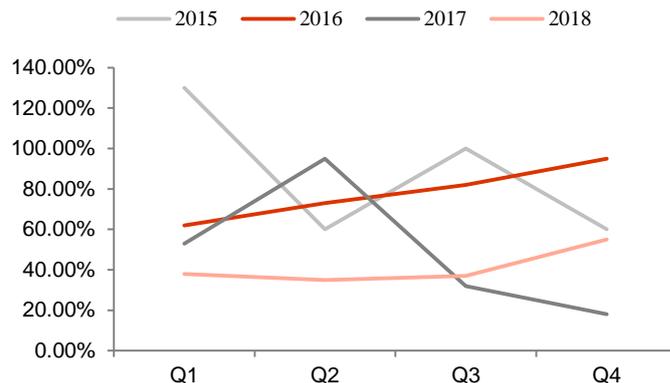
■ **加强对经销渠道的支持，经销渠道毛利提升尚存空间。**公司加强了对于经销门店的管理和支持力度，给予经销商一定的补贴政策，通过采购优惠鼓励经销商提高门店覆盖率，并且将零售端积累的运营经验运用到经销渠道，经销渠道的盈利能力得以不断提升，经销单店平均收入已由2013年的65.9万元，回升至101.5万元的高位，从同店增速也可以看到，公司经销渠道经销效率持续提高；此外，随着经销商盈利能力的恢复，公司于2019年提高了拿货价，因此毛利率有望进一步提升。目前公司的经销门店数量达到4838家，低于公司2011年7495家的门店数量，经销门店仍有扩张空间。

图表 23: 经销渠道同店增长率

图表 24: 电商渠道同店增长率



来源：公司年报，中泰证券研究所



来源：公司年报，中泰证券研究所

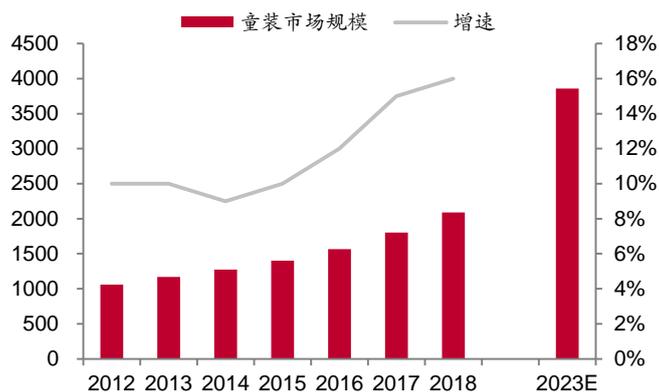
- 电商渠道高速增长，毛利率更高。**公司自 2008 年起成立电商事业部，近年来电商渠道发展迅速，营收占比由 2014 年的 4.9% 上升至 2018 年的 21.1%，2014-2018 年电商渠道的复合增长率达到 65.4%，2018 年电商渠道同比增速达到 33%，电商渠道的同店增速也表现抢眼，2018 年同店增速有所回落，但也保持在 40% 左右，带动公司整体同店增速超过 10%。电商渠道中自营占比超过 85%，因此电商渠道具有更高的毛利率，电商渠道的快速发展，除了可以拉动公司营收的增长，还有利于毛利率及公司对于终端把控力的提高；此外，公司还通过电商渠道推出新品智能跑鞋，以直接的方式获得年轻消费者对于新品的反馈。

多品牌及产品组合：童装及女性运动服装业务未来可期

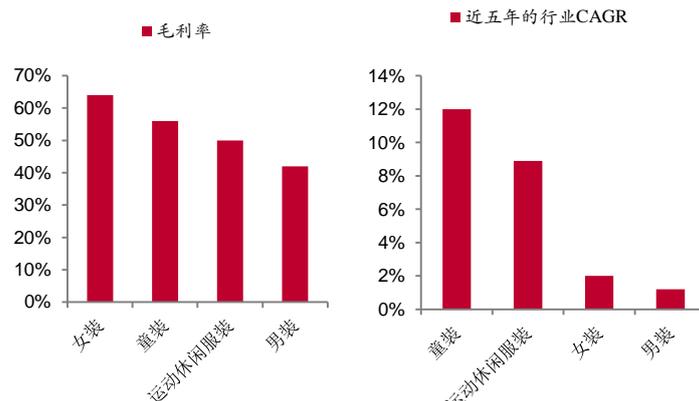
- 专注核心品类，布局童装及女性运动服装领域。**公司对于品牌外延相对审慎，2012 年将 Lotto 的特许经营权终止日期提前至 2018 年底，2015 年出售了红双喜 10% 的股权，持股比例下降至 47.5%，并持续收缩非核心品类的赞助力度，专注于主品牌及五大核心品类的发展，因此虽然公司非核心品类收入有所下滑，占比由 2012 年的 11.2% 下降至 2018 年的不到 1%，但公司的营销效率有所提升，广告费用率亦有所下降。公司聚焦主品牌的同时，重点布局了行业发展空间广阔，且对现有业务有所补充的童装及女性运动品类。
- 李宁 Young：**我国童装市场发展空间广阔，2018 年市场规模达到 2091 亿元，同比增速达到 16%，未来五年的复合增速也预计在 12% 左右，增速排名纺服细分行业第一，远超 3% 左右的行业平均增速。公司积极布局童装行业，于 2017 年将李宁 KIDS 授权收回，并进行品牌重塑，升级为李宁 YOUNG，设定 3-6 岁孩童和 7-14 岁少年两条产品线，产品包括跑训、篮球和运动时尚等品类。2018 年李宁 Young 门店数量达到 793 家，较去年增加了 620 家（年初接管代理商经销店 361 家），占到李宁全年新开门店的 88.5%，营收占比达到 11.1%，此外，童装的毛利率高于运动服装，因此随着门店的成熟及扩张，我们预期李宁 Young 将持续提高公司的营收增速及盈利能力。

图表 25：我国童装行业规模（亿元）

图表 26：我国童装行业毛利率及复合增速行业对比



来源: Euromonitor, 中泰证券研究所



来源: Euromonitor, 中泰证券研究所

- Danskin:** 随着运动行业市场规模的不断扩大, 运动市场朝着细分化方向发展, 其中女性特色运动健身市场的潜力广阔, 公司也积极布局该细分市场。2016年10月公司获得美国女性专业舞蹈运动品牌 Danskin 在中国大陆及澳门地区的独家经营权。Danskin 在国内定位为中高端女性舞蹈瑜伽运动服, 共有运动健身、时尚潮流、职场白领、舞蹈及瑜伽五大产品系列, 目前 Danskin 的营销主要以数字化推广及店内会员互动体验为主, 公司为该品牌引入了专业管理人才, 其管理团队完全独立于主品牌, 团队负责人直接向董事长汇报。截至2018年底, Danskin 已于一二线城市开设门店14家, 且均采用直营的模式, 该品牌仍处于面对地区差异化及渠道多元化的市场测试与尝试阶段, 随着单店盈利能力的提升, Danskin 也有望成为公司的重要品牌补充, 并贡献利润。

品牌力: 明星签约、研发投入、中国李宁系列提高品牌影响力

- 先天优势: 国民运动品牌基因。** 与其他国产运动品牌创始人以代工或经销起家不同, 公司的创始人李宁先生为著名体操运动员, 其开创的运动品牌“李宁”具有天然的品牌影响力, 并且是中国最早的本土运动鞋服品牌, 1990 李宁先生身穿李宁牌运动服传递亚运会圣火, 2008 年李宁先生点燃北京奥运会主火炬, 都将品牌影响力推到了新的高度。此外, 近年来, 李宁开始加强消费者的互动体验, 包括推出跑步 Corner、李宁 iRun 俱乐部, 将品牌营销与会员活动相结合, 从而提高用户的消费体验, 提高消费者忠诚度, 加强品牌竞争力的建设。根据 C-BPI 的数据, 李宁在国内运动鞋服的品牌影响力始终保持前三, 2019 年李宁在运动服装类的品牌影响力排名第二, 仅次于耐克, 在运动鞋类的品牌影响力排名第三, 位于耐克、阿迪之后。

图表 27: 2019 中国品牌力指数 (C-BPI) —— 运动鞋类

运动鞋品牌	得分 (基于千分制)	2019 排名	2018 排名	2017 排名	2016 排名	2015 排名
耐克	567.9	1	1	1	2	1
阿迪达斯	454.5	2	2	2	1	2
李宁	422.3	3	3	3	3	3
安踏	370.3	4	4	4	4	4
361 度	332.2	5	5	6	5	5
乔丹	321.2	6	6	5	6	6
特步	299.2	7	7	7	7	7
NEW BALANCE	272.3	8	9	12	未上榜	未上榜
Kappa (背靠背)	272	9	8	8	8	8
CONVERSE	259.7	10	10	9	10	11
彪马	255	11	11	10	13	未上榜
匹克	248	12	12	11	12	13
鸿星尔克	244	13	13	13	9	10
双星	243.4	14	16	15	11	9
贵人鸟	233.7	15	15	14	14	12

来源: C-BPI 官网, 中泰证券研究所

图表 28: 2019 中国品牌力指数 (C-BPI) —— 运动服饰类

运动服饰品牌	得分 (基于千分制)	2019 排名	2018 排名	2017 排名	2016 排名	2015 排名
耐克	508.7	1	1	2	2	3
李宁	504.5	2	2	1	3	2
阿迪达斯	469.6	3	3	3	1	1
361 度	340.1	4	4	4	4	4
乔丹	326	5	5	5	5	6
安踏	325	6	6	7	7	5
Kappa (背靠背)	306.1	7	8	5	6	7
特步	305.8	8	7	8	8	8
鸿星尔克	276	9	9	9	9	9
三叶草	267.1	10	10	未上榜	未上榜	未上榜
NEW BALANCE	249.7	11	11	14	未上榜	未上榜
彪马	243.7	12	13	10	11	未上榜
贵人鸟	231.4	13	12	11	12	10
CONVERSE	224.1	14	14	13	13	未上榜

来源: C-BPI 官网, 中泰证券研究所

- **聚焦头部体育资源, 增强品牌影响力。**近年来李宁开始压缩广告及赞助费用, 但更专注于核心品类的推广及头部资源的赞助。2012 年公司以 20 亿

元拿下 CBA5 年赞助权，并于 2017 年再次续约 5 年，同时，公司赞助了众多顶级运动员及俱乐部，及国内外重要赛事，在国产体育品牌中的体育资源优势非常明显。此外，公司于 2012 年签约 NBA 巨星，并于 2018 年续签韦德及其品牌，成为国内第一家与 NBA 巨星建立终身合作的品牌，公司于 2012 年推出“韦德之道”高端篮球产品系列，截至 2018 年韦德之道已推出 7 代球鞋，2018 年韦德服装系列总销量超 440 万件，同比增速达到 100%，新品售罄率（六个月）超过 75%，对顶级体育明星的赞助，大大提高了公司的品牌影响力。

图表 29: 2017nba 球星签名球鞋销售收入排名

球星	收入排名	签名球鞋收入	签约品牌
Michael Jordan	1	\$110 million	Nike (Jordan)
LeBron James	2	\$32 million	Nike
Kevin Durant	3	\$25 million	Nike
Kobe Bryant	4	\$16 million	Nike
James Harden	5	\$14 million	Adidas
Stephen Curry	6	\$12 million	Under Armour
Derrick Rose	7	\$11 million	Adidas
Damian Lillard	8	\$10 million	Adidas
Dwyane Wade	9	\$8 million	Li-Ning
Kyrie Irving	10	\$8 million	Nike
Paul George	11	\$5.5 million	Nike
Russell Westbrook	12	\$5 million	Nike (Jordan)
Carmelo Anthony	13	\$5 million	Nike (Jordan)

来源：《Forbes》官网，中泰证券研究所

- “中国李宁”引领“国潮”，提高国际认知度。2018 年 2 月李宁携手天猫，以“悟道”为主题登上纽约时装周，其复古时尚又充满中国元素的设计，迅速引发国内外热议，在产品曝光结束的 4 日内，新闻报道近 1 万条，微博话题讨论量达 7800 万。2018 年 6 月及 2019 年 2 月李宁又分别以“中国李宁”、“行”为主题登上巴黎时装周、纽约时装周，二次登录纽约时装周，微博话题讨论量达 2 亿，引发社交媒体讨论热潮，2018 年中国李宁服装系列总销量超过 550 万件，鞋系列销量超过 5 万件，新品售罄率均超过 70%。中国李宁系列产品凭借极强的设计感及中国元素获得追捧，“国潮”也为李宁带来了极高的关注度，由于“中国李宁”系列产品价格更高，用户定位也与原品牌有一些差异，公司开设了“中国李宁”独立店铺，主要布局超大至二线城市的高端商圈，目前，中国李宁店铺已有 50 多家，未来预期将以较快速度拓展，从而拉动公司整体营收，并成为公司中高端系列

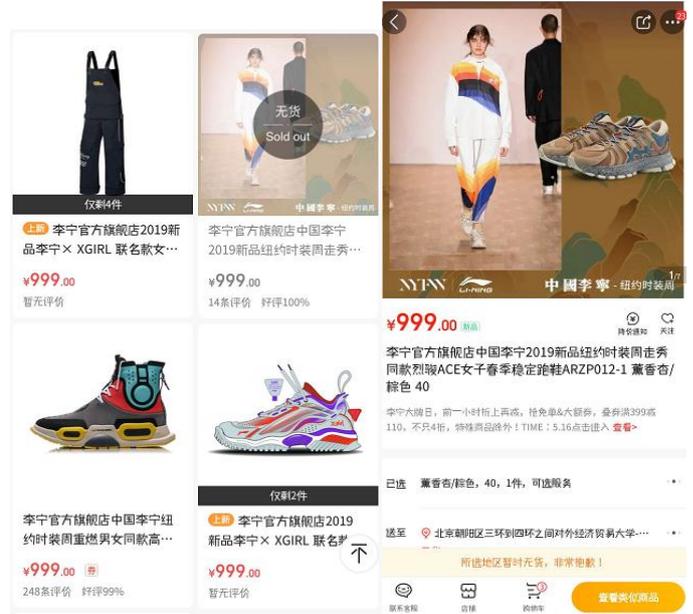
的重要补充。

图表 30:



来源：李宁官网, 中泰证券研究所

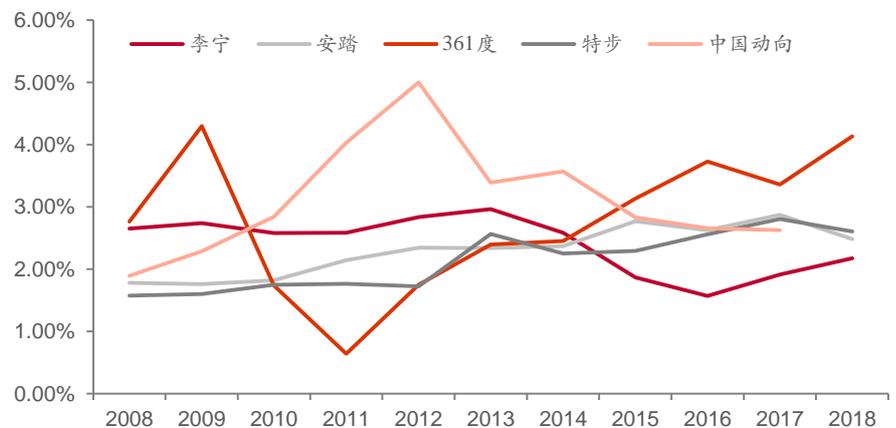
图表 31:



来源：李宁官网, 中泰证券研究所

- **持续的研发投入，保证产品功能及创新性。** 产品品质及创新也是品牌力最重要的支撑，李宁重视产品研发设计的投入，2008-2014 年公司的研发费用率长期保持在 3%左右，高企的研发费用保证了李宁持续进行产品创新升级，近年来公司严格控制费用，研发费用率下降至 2%左右，但受益于研发投入的长期积淀，公司产品创新能力依旧领先。2018 年，李宁推出了新一代“驭帅 XII”篮球鞋及“突袭”羽毛球鞋，鞋底采用全新科技平台 Drive Foma，可有效提升前掌启动及后掌的缓震回弹；同时新品韦德之道 7 搭载了长碳链聚酰胺弹性体 PEBA 材料(“PEBA”)，具有密度低、高回弹、低温不硬化、耐黄变等特性，未来也将陆续运用于李宁跑步、篮球及羽毛球等其他品类。

图表 32: 公司研发费用率



来源：公司年报，中泰证券研究所

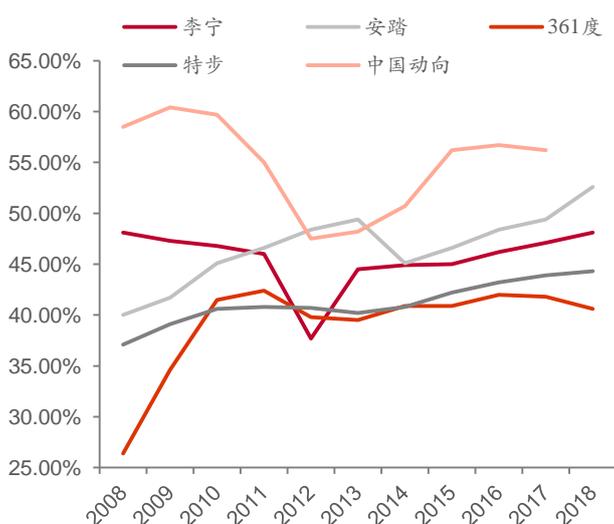
供应链：以业务需求为导向的供应量管理

- 加强供应链反应速度，提升自有供应链能力。**目前安踏品牌自产鞋服占比分别为 33.3%及 13%，361 品牌自产鞋服类占比分别为 70%及 20%，特步品牌自产鞋服类占比分别为 46%及 13%，而李宁并没有独立产能，无法像其他国产运动品牌一样控制生产到运营的全部阶段，同时李宁也没有国际品牌如耐克那样强大的议价能力，因此产品掌控力较弱。为提高供应链的反应速度和弹性，公司开始推行“因需而动”的供应模式，建立以业务为导向的精准、快速供应模式，此外，2018 年公司于广西省南宁市租赁了鞋产品生产厂，开始逐步启动上游资源整合，进入生产领域，以提升自有供应链管理和研发技术应用的能力，未来，我们预期随着公司优质供应商的积累，自有供应链的开发，公司的产品供应效率及品质管理都会有一定的提高，公司的生产成本也有望降低。

盈利能力：同业对比，毛利率提升及费用率下降空间仍存

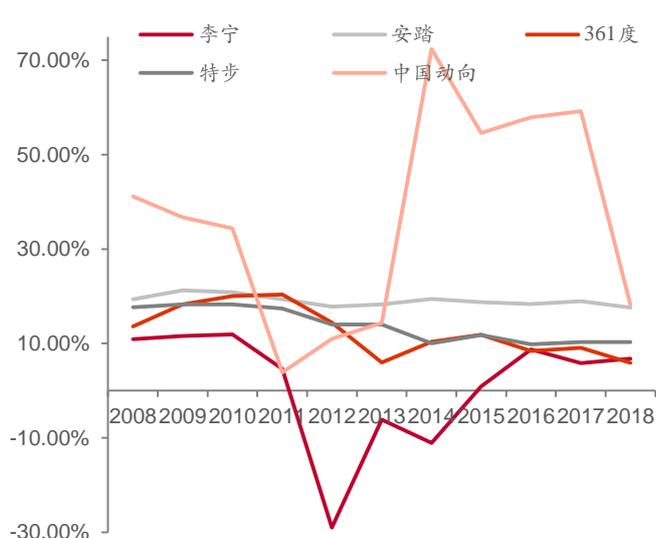
- 毛利率持续改善，费用率仍有压缩空间，盈利能力尚可提升。**近年来随着李宁直营渠道占比的提高，新品/高毛利产品销量的增加，供应链效率提升带来公司采购成本的降低，公司的毛利率持续提高，我们预期毛利率改善的趋势将会持续。横向对比，2018 年李宁的毛利率达到 48%，排名第三，远高于特步及 361 度 44%及 40%的毛利率，中国动向和安踏由于旗下分别拥有高端品牌 Kappa 及 FILA，毛利率排名一二，分别达到 56%和 53%；李宁的净利率表现则不及毛利率，虽然自 2015 年起开始扭亏，但 2018 年公司净利率仅为 6.8%，低于安踏 18.9%及特步 10.3%的净利率，这主要是由于公司直营门店占比较高，导致经销费用率高企，2018 年公司经销费用率达到 35%，而安踏、特步及 361 分别为 27%、21%和 19%，未来公司净利率的提升空间仍然广阔。

图表 33：公司毛利率



来源：公司年报，中泰证券研究所

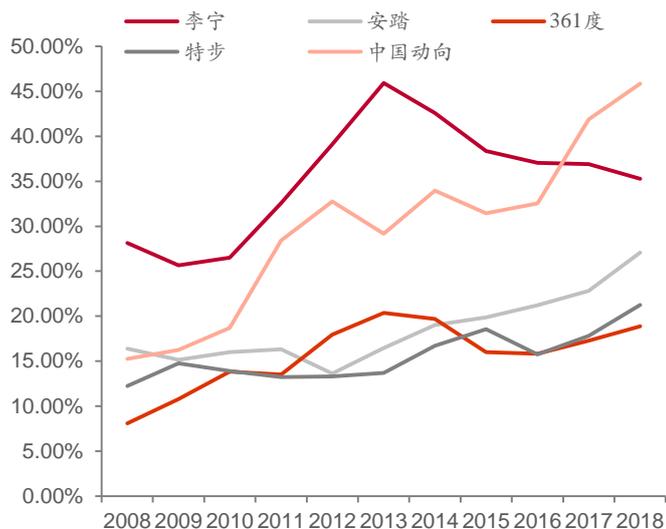
图表 34：公司净利率



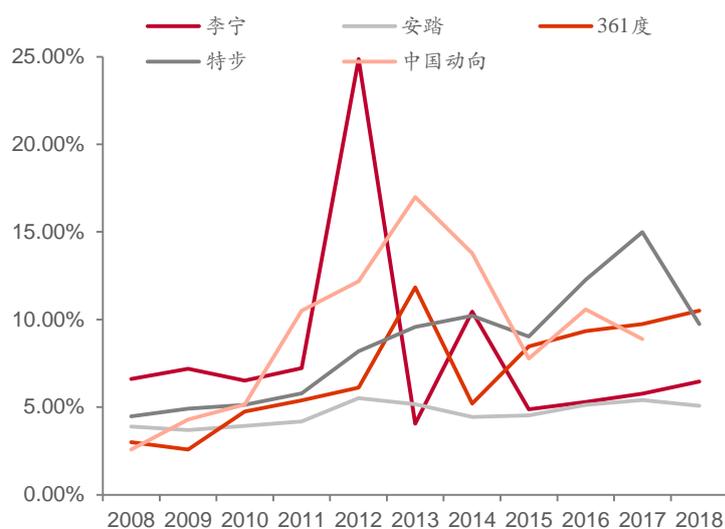
来源：公司年报，中泰证券研究所

图表 35：公司销售费用率

图表 36：公司行政费用率



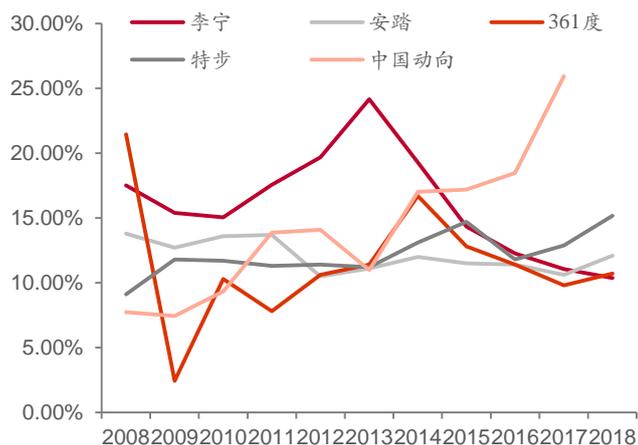
来源：公司年报，中泰证券研究所



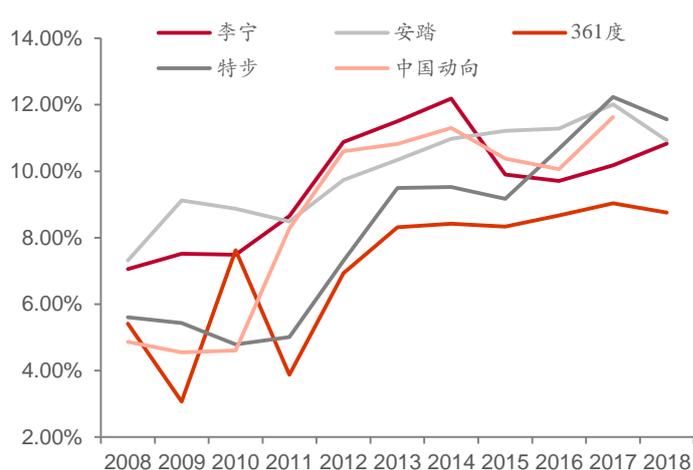
来源：公司年报，中泰证券研究所

- 公司的广告宣传费用得到控制，但经营租赁费用及折旧摊销费用率高企。**

为探究公司净利率较低的原因，我们将公司各项费用进行拆解对比，可以看到，公司的广告宣传费用率曾一度领跑全行业，2015年公司开始控制费用支出，广告费用率一路走低，已由2013年的24.2%下降至2018年的10.4%，为行业最低水平；公司的人工费用率也自2015年起开始下降，目前维持在10.8%，处于行业平均水平；公司的折旧摊销及经营租赁费用率则长期处于行业最高水平，这主要是由于公司直营门店占比较高，2018年李宁经营租赁费用率达到了8.6%，比排名第二的安踏高出1.5个百分点，由于特步及361度没有直营门店，其经营租赁费用率仅为0.4%左右；相应的李宁租赁物业的折旧费用较高，导致折旧费用率达到了3.9%，为行业最高水平，比排名第二的安踏高出1.6个百分点。

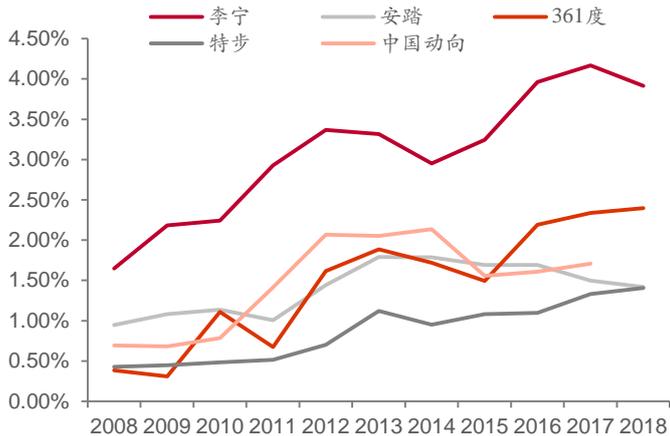
图表 37：公司广告费用率


来源：公司年报，中泰证券研究所

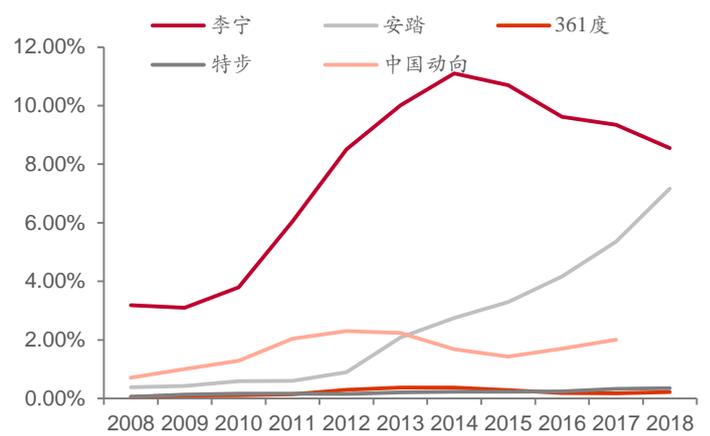
图表 38：公司人工费用率


来源：公司年报，中泰证券研究所

图表 39：公司折旧摊销费用率
图表 40：公司经营租赁费用率



来源：公司年报，中泰证券研究所



来源：公司年报，中泰证券研究所

盈利预测及估值分析

盈利预测

- 营收预测。**公司营收增速来自于门店数量的拓展、门店经营效率的提高及产品单价的提高。门店方面，2019年公司主品牌预计净增加100-200家，李宁Young预计新开300-400家，中国李宁门店至2019年年底有望达到100家，随着门店经营效率提高，预期门店将维持双位数的同店增速，我们预计公司2019/2020年的营收为别为123.6亿及141.9亿元人民币，同比增速分别为17.6%和14.8%。

图表 41：公司收入拆分

千元人民币	2016	2017	2018	2019E	2020E
营业收入	7,925,439	8,873,912	10,510,898	12,363,601	14,189,098
增速	13.68%	11.97%	18.45%	17.63%	14.77%
鞋类	3,947,170	4,159,221	4,601,262	5,061,388	5,486,545
增速	15.70%	5.37%	10.63%	10.00%	8.40%
产品收入占比	49.80%	46.87%	43.78%	40.94%	38.67%
服装	3,514,339	4,191,427	5,316,033	6,634,409	7,961,291
增速	12.70%	19.27%	26.83%	24.80%	20.00%
产品收入占比	44.34%	47.23%	50.58%	53.66%	56.11%
器材及配件	463,930	523,264	593,603	667,803	741,262
增速	4.93%	12.79%	13.44%	12.50%	11.00%
产品收入占比	5.85%	5.90%	5.65%	5.40%	5.22%
毛利率	46.20%	47.10%	48.10%	48.90%	49.10%

来源：公司年报，中泰证券研究所

- 盈利预测。**随着产品结构的优化、直营及电商渠道占比的提高、经销商返利的缩减以及拿货价的提高，带动公司盈利能力不断提升，我们预计公司2019/2020年的净利润为别为9.6亿及11.3亿元人民币，同比增速分别为34%和22.4%，2019/2020年的EPS分别为0.41元及0.51元。

估值分析

- 可比公司估值。**公司是国内领先的运动鞋服企业，在依次经历了品牌创始期、高速发展期及改革失败期后，自 15 年起步入成长恢复期，我们认为公司目前仍处于成长及盈利恢复期，1)盈利能力方面，公司的净利率较同业其他公司有较大的提升空间，随着直营门店占比提高、产品结构优化、供应链效率提升，公司的盈利能力将持续提高；2)营收增速方面，随着门店拓展、各渠道深耕带来同店增速的提高以及公司童装、运动时装和女性运动服饰板块的快速发展，公司的营收规模也将不断增加。海外龙头运动品牌 19 年的平均估值（去掉最大值和最小值）为 32 倍；安踏 19 年的估值为 23 倍，考虑到公司持续的成长性、盈利能力较大的提升空间及内资品牌中领先的 brand 影响力，我们给予李宁 19 年 29 倍 PE，对应市值 316 亿港元，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 42: 可比公司估值

代码	市值	营收	净利率	ROE	派息率	股息率	净利润		市盈率			EV/EBITDA		
							CAGR	2018A	TTM	2019E	2020E	2018A	2019E	
百万人民币		2018A	2018A	2018A	2018A	2018A	2016-2018	2018A	TTM	2019E	2020E	2018A	2019E	
国际品牌														
Nike	NKE.N	736,887	237,747	10.8%	17.4%	66.9%	1.1%	2.3%	24.97	30.89	31.61	26.97	17.73	22.44
VFC	VFC.N	231,487	93,016	11.1%	35.8%	60.9%	2.2%	8.0%	25.14	22.68	25.11	21.99	18.58	18.86
Lulumon	LULU.O	67,730	17,798	13.3%	17.5%	0.0%	0.0%	16.0%	28.87	30.55	38.03	36.66	15.13	22.03
Puma	PUM.F	50,291	36,305	4.0%	11.3%	2.9%	27.9%	73.1%	46.40	34.05	32.11	26.05	19.01	14.10
Adidas	ADS.F	286,172	171,166	7.7%	27.4%	39.0%	1.8%	30.4%	29.07	21.56	26.53	23.59	15.53	14.87
安德玛	UAA.N	54,522	34,378	2.6%	-2.3%	0.0%	0.0%	-20.9%	95.45	59.29	71.18	50.72	43.42	27.16
平均值		237,848	98,402	8.3%	17.8%	28.3%	5.5%	18.1%	41.65	33.17	37.43	31.00	21.57	19.91
港股品牌														
安踏	2020.HK	113,621	24,121	17.6%	26.0%	44.7%	2.8%	32.9%	23.73	27.99	22.57	18.53	15.16	19.86
李宁	2331.HK	26,662	10,527	6.8%	12.3%	29.6%	0.0%	5.4%	26.10	36.32	27.39	22.38	11.47	14.29
特步	1368.HK	8,725	6,399	10.5%	12.3%	57.6%	5.9%	11.5%	16.99	12.82	10.92	9.35	7.68	8.06
361	1361.HK	2,598	5,227	5.8%	5.3%	45.0%	6.9%	-13.2%	6.00	8.35	6.69	5.82	5.53	5.05
中国动向	3818.HK	5,017	1,720	18.0%	3.2%	90.3%	9.1%	-39.8%	7.94	15.87	8.13	7.60	-	-
平均值		31,325	9,599	11.7%	11.8%	53.4%	4.9%	-0.6%	16.15	20.27	15.14	12.74	9.96	11.81

来源: 公司年报, Bloomberg, Wind, 中泰证券研究所

风险提示

- 渠道扩展及门店扩张不及预期，导致主品牌销售增速放缓；**
- 库存消化不及预期，货品积压，计提减值或老品打折销售，影响业绩表现；**
- 宏观经济增速放缓，可选消费品消费受到冲击；**
- 公司大力发展的童装及运动时尚品类销售不及预期。**

附录

图表 43: 财务报表预测

千元人民币	2017	2018	2019E	2020E	千元人民币	2017A	2018A	2019E	2020E
营业收入	8873912	10510898	12363601	14189098	现金及现金等价物	2556012	3680615	4194855	5693790
营业成本	4697429	5458124	6317800	7222251	存货	1102538	1239741	1287379	1561947
毛利	4176483	5052774	6045801	6966847	应收贸易款项	1138034	928895	1645444	1308998
经销开支	3273375	3708446	4327260	4966184	流动资产总计	5137172	6395327	7673754	9110812
行政开支	512051	679873	766543	815873	物业、厂房及设备	838185	830085	890821	849891
金融资产减值	10985	18176	0	0	土地使用权	75986	74092	72198	70304
其他收入净额	43636	94546	111211	127632	按权益法人账之投资	689071	728499	770183	814252
财务费用	-18040	-9511	-10144	-15177	无形资产	257947	233921	210177	186433
投资收益	73806	63633	63633	63633	非流动资产总计	2210967	2341051	2417834	2395334
除所得税前盈利	537524	850321	1136985	1391231	资产总计	7348139	8736378	10091588	11506146
所得税开支	22369	135058	180589	220972	短期借款	0	97979	0	0
持续经营业务年内盈利	515155	715263	956396	1170259	应付账款	1145113	1133314	1359188	1410990
中止经营业务	0	0	0	0	其他应付账款	929263	1383118	1600965	1830157
年内溢利	515155	715263	956396	1170259	流动负债总计	2127810	2777471	3123212	3404208
其他收入	-3850	-1568	0	0	应付特许使用费	39203	27565	27565	27565
净利润	511305	713695	956396	1170259	非流动负债总计	119942	130244	130244	130244
归母净利润	511305	713695	956396	1170259	负债总计	2247752	2907715	3253456	3534452
					所有者权益总计	5100387	5828663	6838131	7971694

千元人民币	2017A	2018A	2019E	2020E	千元人民币	2017A	2018A	2019E	2020E
税前利润	537524	850321	1136985	1391231	毛利率	47.1%	48.1%	48.9%	49.1%
折旧及摊销	369787	411412	343088	480983	净利率	5.8%	6.8%	7.7%	8.2%
财务费用	-18040	-9511	-10144	-15177	ROE	10.0%	12.2%	14.0%	14.7%
营运资金变动	350913	447847	-320466	342872	ROA	7.0%	8.2%	9.5%	10.2%
已付所得税	-26790	-9072	-180589	-220972	收入增长率	12.0%	18.4%	17.6%	14.8%
其他	-27461	-10055	-10055	-10055	归母净利润增长率	-27.2%	39.6%	34.0%	22.4%
经营活动所得现金净额	1185933	1680942	958818	1968882	资产负债率	30.6%	33.3%	32.2%	30.7%
资本支出	-427613	-475116	-475116	-511344	流动比率	2.4	2.3	2.5	2.7
出售所得款	3616	4037	3525	3525	速动比率	1.9	1.9	2.0	2.2
金融资产产生的利息收入	29141	61588	72444	83140	现金比率	1.2	1.3	1.3	1.7
其他	52340	-73446	0	0	每股净利润(元)	0.22	0.31	0.41	0.51
投资活动所用现金净额	-342516	-482937	-399147	-424679	每股经营现金流	0.51	0.73	0.42	0.85
融资活动所得现金净额	-232493	-65643	-45431	-45269	每股净资产	2.21	2.53	2.97	3.46
现金及其等价物增加净额	610924	1132362	514240	1498935	PE	16.65	26.10	27.39	22.38
年末现金及现金等价物	2556012	3680615	4194855	5693790	PB	2.52	2.87	3.83	3.29
					EV/EBITDA	11.51	11.47	14.29	10.50

来源: 公司年报, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 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 (另有说明的除外)。

分析师承诺:
负责编写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:

1. 本报告所述所有观点仅代表个人对上述港股、美股等海外市场及其证券的个人理解。
2. 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 同时在此承诺, 在执业过程中, 谨守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则。
3. 本人承诺所有报告内容及研究观点均恪守独立、客观原则, 并保证报告内容及研究观点所采用数据均来自公开、权威、合规渠道。
4. 本人承诺由本人出具的所有报告中的内容或观点, 不会直接或间接地收到任何形式的补偿, 并且不存在任何形式的利益关联。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、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。本公司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，且仅限中国内地使用。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。