证券研究报告

纺织服装

兴业证券 INDUSTRIAL SECURITIES

2331.HK 李宁 港股通（深）

未评级

服装收入增长较快，渠道占比趋于均衡

2018 年 08 月 14 日

市场数据

日期	20180813
收盘价（港元）	8.50
总股本（百万股）	2,186
总市值（亿港元）	186
净资产（百万元）	5,410
总资产（百万元）	8,308
每股净资产（元）	2.47

数据来源：Wind

相关报告

主要财务指标

会计年度	2015A	2016A	2017A	1H2018
营业收入(百万元)	7,089	8,015	8,874	4,713
同比增长(%)	17.2	13.1	10.7	17.9
净利润(百万元)	14	643	515	269
同比增长(%)	N/A	4395.5	-19.9	42.0
毛利率(%)	45.0	46.2	47.1	48.7
净利率(%)	0.2	8.0	5.8	5.7
净资产收益率 (%)	0.45	16.10	10.16	4.97
每股收益(元)	0.0066	0.2903	0.2147	0.1110

数据来源：公司资料、兴业证券经济与金融研究院整理

投资要点

- **服装收入增长强劲，主品牌渠道分布趋于均衡：**公司 1H18 取得营业收入 47.1 亿元，同比+17.9%。其中鞋类产品收入 21.9 亿元，同比+8.6%；服装产品收入 23.0 亿元，同比+30.7%，服装增长势头强劲带动收入增长；器材与配件收入 0.2 亿元，同比+17.9。从渠道上看，1H18 主品牌李宁在中国市场的销售渠道分布区域均衡，零售/批发/电子商务渠道收入占比分别为 34%/44%/22%。受益于同店销售增长和渠道的有效扩张，1H18 零售收入 15.6 亿元，同比+17%；批发收入 20.0 亿元，同比+9.7%；电子商务收入 10.0 亿元，同比+35.5%。电子商务占比逐年上升，1H2016 至 1H2018 按半年结算，收入占比分别为 13%/16%/19%/21%/22%。尽管电子商务收入增速逐年放缓，但相较于其他渠道而言增速仍较高，而零售和批发渠道收入增速则呈上升态势。
- **1H2018 毛利率、净利率均提升：**1H18 公司毛利润为 22.94 亿元，同比+20.5%，由于直营及新品销售占比提高，1H2018 公司毛利率同比+1ppt 至 48.7%。经营溢利为 2.94 亿元，同比+45.6%，经营溢利率上升 1.2ppt 至 6.2%；股东应占溢利为 2.69 亿元，同比+42.0%，股东应占溢利率上升 1ppt 至 5.7%。。
- **我们的观点：**1H2018 公司继续从产品、渠道、运营方面进行改善。产品方面，公司注重研发以及消费者用户体验，三大品类均取得增长，其中服装收入增长强劲带动收入大幅上升。此外，公司对于童装新业务不断探索，将为公司收入增长做出贡献。渠道方面，主品牌李宁各个渠道收入占比趋于均衡，电子商务业务仍处于高速发展期。公司经营效率改善，现金循环周期及存货周转天数均下降。综上，我们认为公司收入将延续增长趋势，随着渠道组合优化和新品销售占比增长，毛利润率有望继续提升；由于公司费用控制较为稳定，净利润率将稳中有升。

风险提示：门店店效提升不及预期、新品牌推广不达预期、产品销量不及预期

海外消费研究

张忆东
兴业证券经济与金融研究院
副院长
zhangyd@xyzq.com.cn
SFC：BIS749
SAC：S0190510110012

联系人：
王源
wangyuanyjs@xyzq.com.cn
SAC：S0190118060055

报告正文

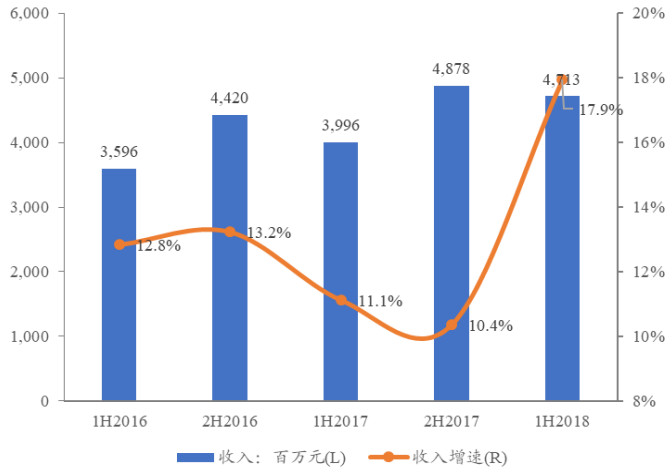
- **服装收入增长强劲，主品牌渠道分布趋于均衡**

公司 1H18 取得营业收入 47.1 亿元，同比+17.9%。其中鞋类产品收入 21.9 亿元，同比+8.6%；服装产品收入 23.0 亿元，同比+30.7%，服装增长势头强劲带动收入增长；器材与配件收入 0.2 亿元，同比+17.9。分地区看，中国地区收入与其他地区收入涨跌互现。中国地区（含香港）收入占比达 98.4%，为 46.4 亿元，同比+18.8%；其他地区收入占比仅为 1.6%，为 0.7 亿元，同比-19.5%。

公司主品牌李宁 1H2018 取得收入 45.7 亿元，同比+17%。从渠道上看，1H18 主品牌李宁在中国市场的销售渠道分布区域均衡，零售/批发/电子商务渠道收入占比分别为 34%/44%/22%。受益于同店销售增长和渠道的有效扩张，1H18 零售收入 15.6 亿元，同比+17%；批发收入 20.0 亿元，同比+9.7%；电子商务收入 10.0 亿元，同比+35.5%。电子商务占比逐年上升，1H2016 至 1H2018 按半年结算，收入占比分别为 13%/16%/19%/21%/22%。尽管电子商务收入增速逐年放缓，但相较于其他渠道而言增速仍较高，而零售和批发渠道收入增速则呈上升态势。

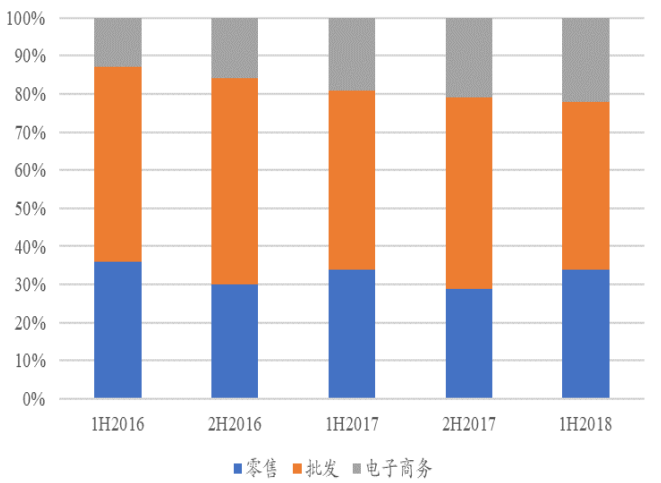
截至 2018 年 6 月 30 日，中国李宁销售点（包括李宁 YOUNG）数量共计 6,898 个，净增加 463 个。童装新业务（李宁 YOUNG）的渠道拓展进展顺利，截至 2018 年 6 月 30 日李宁 YOUNG 的销售点由 2017 年 12 月 31 日的 173 家增至 631 家，增长幅度为 264.7%。

图 1、1H18 公司取得收入 47.1 亿元，同比+17.9%



数据来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、主品牌渠道占比趋于均衡，电商占比逐年上升



数据来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

表 1、主品牌李宁各个渠道收入及增速

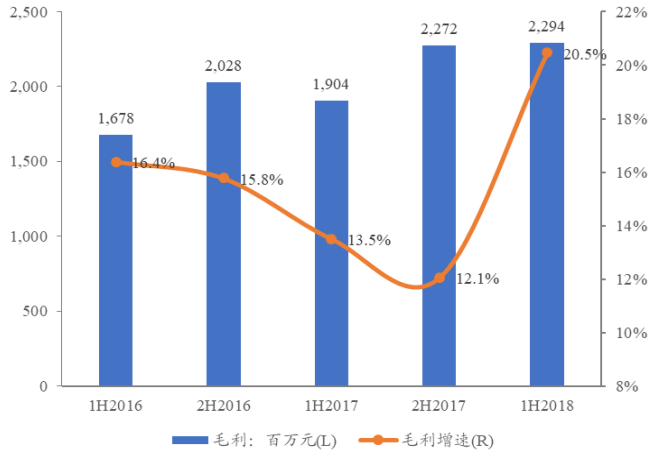
	1H2016	2H2016	1H2017	2H2017	1H2018
零售	1,261	1,264	1,330	1,369	1,556
YoY			5.5%	8.3%	17.0%
批发	1,753	2,310	1,821	2,395	1,997
YoY			3.9%	3.7%	9.7%
电子商务	455	674	743	991	1,007
YoY			63.2%	47.1%	35.5%
合计	3,503	4,213	3,912	4,721	4,576
YoY			11.7%	12.0%	17.0%

数据来源:公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

- **1H2018 毛利率、净利率均提升**

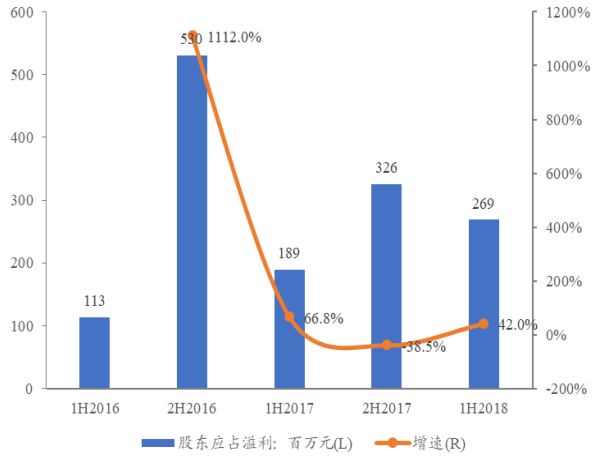
1H18 公司毛利润为 22.94 亿元，同比+20.5%，由于直营及新品销售占比提高，1H2018 公司毛利率同比+1ppt 至 48.7%。经营溢利为 2.94 亿元，同比+45.6%，经营溢利率上升 1.2ppt 至 6.2%；股东应占溢利为 2.69 亿元，同比+42.0%，股东应占溢利率上升 1ppt 至 5.7%。

图 5、1H18 公司毛利润为 22.94 亿元，同比+20.5%



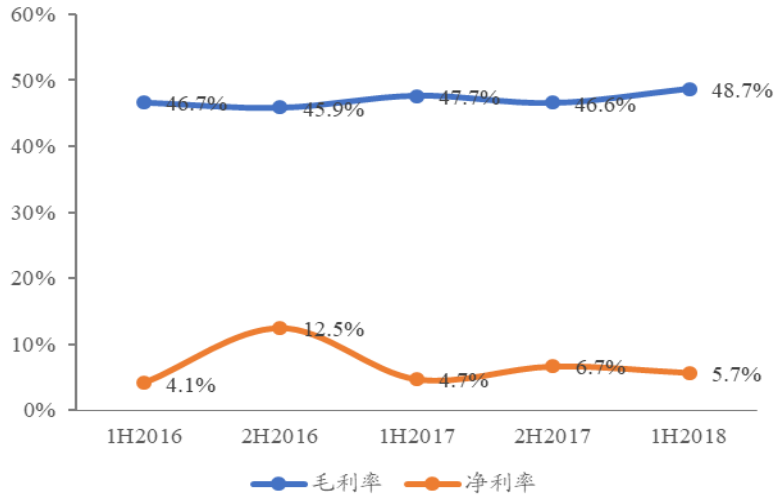
数据来源:公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、1H18 公司股东应占溢利为 2.69 亿元，同比+42.0%



数据来源:公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 7、1H18 公司毛利率和净利率同比均上升 1ppt



数据来源:公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

- **经营效率改善，现金循环周期及存货周转天数均下降**

  1H2018 公司经营现金流为 6.60 亿，同比+12%，运营资金状况持续显著改善。现金循环周期为 45 天，较 2017 年同期缩短 11 天。存货周转天数为 168 天，较去年同期下降 1 天。

- **我们的观点：**1H2018 公司继续从产品、渠道、运营方面进行改善。产品方面，公司注重研发以及消费者用户体验，三大品类均取得增长，其中服装收入增长强劲带动收入大幅上升。此外，公司对于童装新业务不断探索，将为公司收入增长做出贡献。渠道方面，主品牌李宁各个渠道收入占比趋于均衡，电子商务业务仍处于高速发展期。公司经营效率改善，现金循环周期及存货周转天数均下降。综上，我们认为公司收入将延续增长趋势，随着渠道组合优化和新品销售占比增长，毛利润率有望继续提升；由于公司费用控制较为稳定，净利润率将稳中有升。

- **风险提示：**门店店效提升不及预期、新品牌推广不达预期、产品销量不及预期。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%～15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与大森控股集团有限公司、兴证国际金融集团有限公司、尚捷集团控股有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、立高控股有限公司、中国和谐新能源汽车控股有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、中国万桐园（控股）有限公司 、众诚能源控股有限公司、高萌科技集团有限公司、德斯控股有限公司、海天能源国际有限公司、普天通信集团有限公司、中国山东高速金融集团有限公司、靛蓝星控股有限公司、惠理集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、森浩集团股份有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券（控股）有限公司、百应租赁控股有限公司和融创中国控股有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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保持在最新状态。同时，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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

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业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司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）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号：AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。