

2331.HK 李宁

未评级

1H16 盈利继续扩大，批发向零售持续转型中

2016年8月11日

市场数据

报告日期	2016.8.11
收盘价(元)	4.39
总股本(百万股)	1,886
总市值(百万元)	8,278
净资产(百万元)	3,180
总资产(百万元)	6,897
每股净资产(元)	1.69

数据来源: Wind

主要财务指标

会计年度	2012A	2013A	2014A	2015A
营业收入(百万元)	6,739	5,824	6,728	7,089
同比增长(%)	-24.5%	-13.6%	15.5%	5.4%
净利润(百万元)	-1,979	-392	-781	14
同比增长(%)	-613.0%	-80.2%	99.6%	-101.8%
毛利率(%)	37.8%	44.5%	44.6%	45.0%
净利润率(%)	-29.0%	-6.2%	-11.0%	0.2%
净资产收益率(%)	-77.8%	-18.2%	-33.7%	0.6%
每股收益(元)	-1.879	-0.299	-0.499	0.006

数据来源: 公司资料、兴业证券研究所

相关报告

李宁(2331.HK)-2015 年业绩点评-20160317

海外消费研究

高级分析师: 王佳卉
 wangjiahui@xyzq.com.cn
 SFC: BAD529
 SAC: S0190516030002

投资要点

线下业务现增长，线上业务快速扩张。上半年实现营业收入 35.96 亿元（红双喜牌营业收入不计算在内），同比上升 13%，其中核心品牌李宁牌的收入占集团总收入的 98.8%，同比增加 13.6%。公司上半年销售点净增加 36 个，整体同店销售增长率呈高单位数增长，且实现全渠道同店销售正增长。李宁牌在中国市场上通过经销商、直接销售以及电商三大渠道所获收入占比分别为 49.4%、35.5% 和 12.8%，其中电商渠道收入比较 2H15 的 10% 提升了近 3 个百分点。

公司 1H16 盈利继续扩大。公司对采购成本的控制，零售及批发渠道新品销售占比提高以及电商业务显著增长对毛利率带来有利影响，表现为核心品牌李宁牌的毛利率同比提升 1.4 个百分点至 46.65%。公司精准把握广告及市场推广投入，销售费用占收入比重同比下降 1.5 个百分点至 38.1%。李宁牌总的经销及行政开支占其收入的 43.7%，同比下降 0.8 个百分点。由此上半年公司业绩持续出现改善。公司去年下半年结束几年来的亏损，实现盈利 4371.6 万元，而 1H16 盈利继续扩大，公司股东应占溢利为 1.13 亿元。

我们的观点：未来公司将继续推进从传统批发向现代零售经营模式的转变，实行多品牌发展策略，细化销售渠道类别以及产品组合与布局，增加用户体验和消费者互动，提升零售运营能力。公司计划线下全年净增加销售点 300-500 个，规划在 2-3 年内将电商收入比重提升至 20% 以上。结合国家政策扶持及国人健康生活理念的提升，我们看好公司跑步用品及运动生活业务的成长性。根据 Wind 的市场一致预期数据显示，2016 公司全年收入同比上升 14.9%，净利润达到 3.5 亿元。当前公司股价对应 2016 年 P/E 为 22 倍/15 倍，建议投资者关注公司业绩的持续复苏。

风险提示：慢于预期的市场需求恢复；超预期的费用大幅支出

报告正文

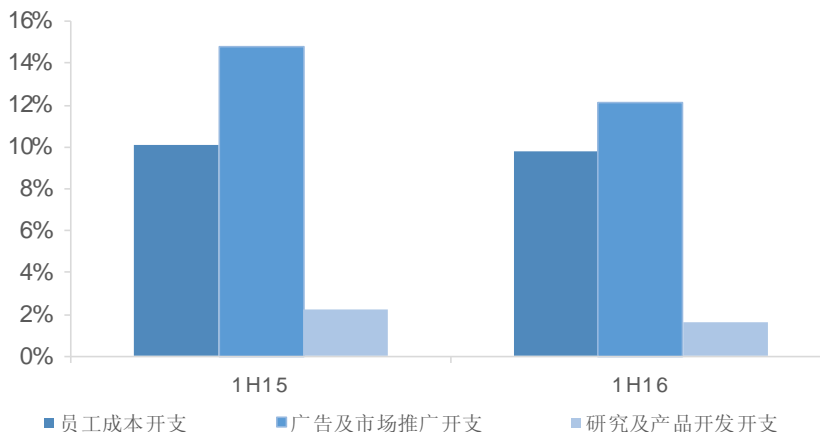
公司业绩状况转好。公司披露 2016 年中期业绩，上半年实现营业收入 35.96 亿元（红双喜牌营业收入不计算在内），同比上升 13%；整体毛利率 46.7%，同比提高 1.5 个百分点；公司股东应占溢利 1.13 亿元，较去年同期亏损 2900 万元大幅好转；每股基本收益 0.0516 元，由负转正。

公司电商渠道收入占比提升较快。公司上半年营业收入 35.96 亿元，同比上升 12.8%。其中核心品牌李宁牌的收入达 35.52 亿元，占集团总收入的 98.8%，同比增加 13.6%。分渠道来看，公司收入稳步回升，得益于特许经销商渠道、电商渠道以及自营销售点三大渠道的共同发力。从李宁牌的渠道收入结构上看，我们发现其在中国市场上通过经销商、直接销售以及电商三大渠道所获收入占比分别为 49.4%、35.5% 和 12.8%，其中电商渠道收入比重提升较快。公司上半年销售点净增加 36 个，整体同店销售增长率呈高单位数增长，且实现全渠道同店销售正增长。分地区来看，上半年李宁牌在不同地区的销售收入均呈现不同程度的增长，北部和南部地区分别增长 9.9%、17.5%。国际市场的收入占比不高，亦增长 26.6%。

新品销售占比提高抬升毛利率。报告期内，公司加大对采购成本的控制，零售及批发渠道的新品销售占比提高以及电商业务显著增长均对毛利率带来有利影响。因此，核心品牌李宁牌的毛利率较去年同期提升 1.4 个百分点至 46.65%。

公司精准推广投入降低费用率。上半年，李宁牌经销及行政开支占其收入的 43.7%，较去年同期下降 0.8 个百分点。分别来看，报告期内，公司将资源着重于渠道拓展，自营销售点数量明显增加，电商渠道业务发展迅速，导致相关开支上升。但同时，公司严格控制广告及市场推广开支。因此，李宁牌的经销开支虽然较上年同期增加，但占收入比重由 39.6% 下降 1.5 个百分点至 38.1%。受应收贸易款项减值拨备影响，李宁牌的行政开支占收入比重同比小幅上升 0.7 个百分点至 5.6%。

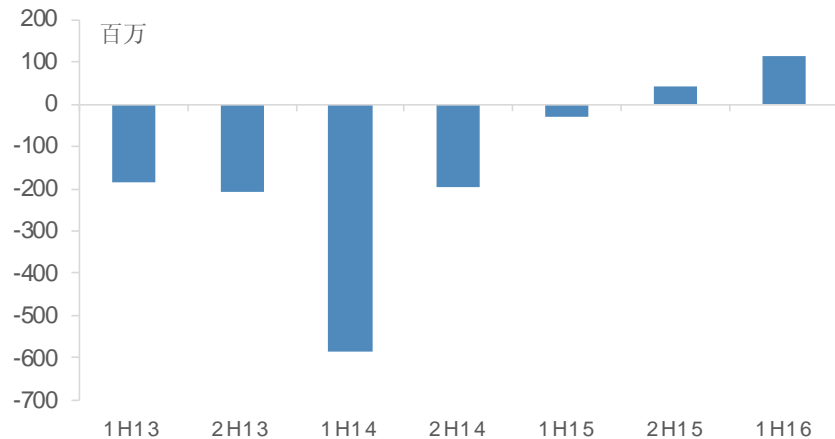
图 1 各项开支占收入比重



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

公司 1H16 盈利继续扩大。由于本期公司销售收入和毛利均有所上升，且费用率下降，因此上半年公司业绩改善明显。实际上，去年下半年公司便已结束几年来的亏损，实现盈利 4371.6 万元。1H16 盈利继续扩大，公司股东应占溢利为 1.13 亿元，而去年同期亏损 2940.7 万元。

图 2 公司 1H16 盈利继续扩大



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

我们的观点

未来公司将继续推进从传统批发向现代零售经营模式的转变，实行多品牌发展策略，细化销售渠道类别以及产品组合与布局，增加用户体验和消费者互动，提升零售运营能力。公司计划线下全年净增加销售点 300-500 个，规划在 2-3 年内将电商收入比重提升至 20% 以上。结合国家政策扶持及国人健康生活理念的提升，我们看好公司跑步用品及运动生活业务的成长性。根据 Wind 的市场一致预期数据显示，2016 公司全年收入同比上升 14.9%，净利润达到 3.5 亿元。当前公司股价对应 2016 年 P/E 为 22 倍/15 倍，建议投资者关注公司业绩的持续复苏。

风险提示

慢于预期的市场需求恢复；超预期的费用大幅支出

业绩会 Q&A

1. 五大品类中非核心品类下降较多，公司是否考虑过进行产品组合调整，减少非核心品类，补充新品类？

我们未来会将足球作为业务重点之一，重点针对大众非专业的市场，学生是目标群体之一，但是足球品类能否发展良好，还要看市场消费机会与公司经营能力能否匹配。未来两三年，童装也会为公司带来发展空间。但是冬季项目是否是值得发展的商业机会尚处于研究当中。

2. 零售、电商渠道的毛利率？

零售渠道的毛利率有去年的 high 50 至今年的 low 60。电商渠道表现很好，毛利率有去年的 high 40 提升至今年的 low 50。

3. 今年上半年只开设了 36 家新店，而今年的目标是 300-500 家，如何解释呢？

去年我们净增加 507 家店，去年上半年净增加 119 家，下半年增加 388 家，所以这样也是可以的。我们要保证不会因为错误的开店导致不利的财务影响，我们不会为了开店而开店。

4. 上半年，红双喜收入下降约 10 个点，而净利润却增长约 20 个点，如何解释？

请展望下半年和明年的经营情况？

红双喜目前增长存在压力。乒乓球在中国有很广泛的基础，如果乒乓球能重返校园，这一块业务还是有很大发展空间。

5. 如何看待国际品牌在过去几个季度表现很好，市场份额不断提升的现象，这是长期性的还是阶段性的？

越来越多人参与运动体验，在参与运动的同时他们会追求专业体育装备。而本土公司在专业上不够强，产品有大量的普通商品，而且普通商品的同质化现象严重。与国际品牌相比，公司在某些品类的专业性上还有差距，跑鞋、篮球鞋、健身用品还有很大提升空间，不过部分特色产品是受专业运动者认可的。但是李宁的羽毛球拍可以做到世界顶级。

6. 公司目前现金流状况比较健康，之后会考虑派息吗？

如果能持续盈利，现金流充裕，公司会派息。不过公司对技术、材料的研发需要长期投入，这些投入会为公司带来更长远的回报。

7. 直营子公司已做大幅调整，在经销商方面会做调整吗？

我们会慢慢结束与糟糕经销商的合作。过去我们主要的经营模式是批发，即我们生产商品，然后批发给经销商，带来的问题是我们不知道经销商如何卖出去的，为了一时的市场，容易产生库存、零售款，对于公司来说是潜在风险。我们会继续在产品研发、生产上积累，但是在运营上我们会向零售转变。

8. 是否有对经销商设有 2017 年订货目标

最近一期订货会签订的订单录得高单位数增长，未来我们会寻求健康稳妥的销售模式，所以维持高单位数的目标是我们所期望的。

9. 广告费用跟两年前相比下降约三成，研发费用跌了约一成半，公司未来在这一块会如何投入？

我们会根据业务目标动态调整营销和研发支出。

10. 电商一季度增速有 60%，二季度增速快到 70%，电商业务增速的推动因素有哪些，下半年如何展望？电商品类与整体有什么不同，跑步类是不是占比较大？我们电商业务是盈利的，但我们不希望电商发展太激进。现在我们很多新产品都是通过线下线上同步发售，有些产品只在线上销售，我希望把电商平台变成商业推广的重要组成部分。电商平台上跑鞋比重是比较大，但是由于商品需求是多样化的，所以也要求我们的团队针对不同的需求作出规划。

投资评级说明

行业评级报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推荐: 相对表现优于市场;

中性: 相对表现与市场持平

回避: 相对表现弱于市场

公司评级报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

买入: 相对大盘涨幅大于 15%;

增持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5%;

减持: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售经理联系方式

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人			邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhud@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 (100033) 传真: 010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyayi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn			
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人			刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
香港及海外市场					

机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	阳焜	18682559054	yanghan@xyzq.com.hk
王子良	18616630806	wangzl@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			
地址:香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900					

【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“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。

【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求, 并以勤勉的职业态度, 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。

【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

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。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通, 需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准, 本公司接受客户的后续问询。

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本公司违反当地的法律或法规或可致使本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)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料, 本公司未有参阅有关网站, 也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的, 纯粹为了收件人的方便及参考, 连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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。

若本报告的接收人非本公司的客户, 应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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。