

**持有**

2005年3月15日

**中國第一的民族體育消費品牌**

- **公司的核心價值：品牌+銷售渠道+研發設計**李寧牌的知名度、忠誠度較高，公司的廣泛銷售渠道難被對手複製，研發設計能力比較強
- **08年奧運會和中國城市居民可支配收入增長是驅動李甯未來持續成長的市場契機**隨著08年北京奧運會的越來越近，我們認為李寧(2331)的市場機會將會隨之上升。由於北京奧運會是中國歷史上第一次本土化的奧運會，民族品牌消費品尤其是與體育相關的消費品的銷售無疑將會顯著增加；公司將長期受惠於中國城市人口增長、人均GDP提高和恩格爾係數下降。
- **李甯的增長路徑**李寧的銷售終端不斷擴張，預計未來至06年三種形式銷售渠道可擴展至4000個，公司的產品系列亦不斷增加。
- **盈利預測**我們認為公司未來三年銷售收入仍有比較快速增長，04至06年分別增長51%、42%和39%。而公司盈利則會受毛利率下降影響，增長率不及收入增長率，04至06年三年分別為43.6%、29.5%、20.9%。不過我們對公司盈利的預測相對保守。
- **建議和估值**公司之現價市盈率水平偏高，鑒於公司目前已經處於國內同類企業之領先地位，兼未來兩年每股盈利仍有超過25%的年均複合成長率，我們認為以低於香港市場平均的25倍市盈率和05年預測每股收益為其定價比較合理，該等目標價為3.95港元，與現價相比有5%的上升空間，建議：持有。

★1港元=1.06人民幣

**主要資料**

行業	品牌消費品
股價	3.775
股票代碼	2331
已發行股數(百萬)	1046.1
市值(百萬港元)	3949
52周高/低(港元)	4.275/1.95
每股淨資產(港元)	0.86 (04FSSL)
主要股東	李寧等：44.62%
	Tetrad：14.64%

**股價表現**


資料來源：彭博資訊

**盈利摘要**

截止12月31日財政年度	2002A	2003A	2004F	2005F	2006F
收入(百萬人民幣)	958	1276	1927	2738	3806
變動(%)	30.4	33.2	51.0	42.1	39.0
淨利潤(百萬人民幣)	67	94	135	175	211
每股收益(人民幣)	0.06	0.09	0.13	0.17	0.20
變動(%)	34.8	40.5	43.6	29.5	20.9
市盈率@3.775港元(倍)	62.6	44.6	31.0	24.0	19.8
每股派息(人民幣)	不適用	不適用	0.04	0.05	0.06
息率(%)	不適用	不適用	0.97	1.25	1.51

資料來源：公司資訊、第一上海預測

# 中國第一的民族體育消費品牌

## 李寧的核心價值：品牌+銷售渠道+研發設計

李甯牌的知名度、忠誠度較高

李寧在中國發展已經有超過 15 年歷史，並且以中國著名體操運動員李甯命名，在中國市場有著非常高的知名度，在消費者心中也容易產生比較高的聯想度和美譽度。

根據 2003 年零點調查與零點指標資料網《2003 年知名運動鞋品牌價值研究報告》顯示，李寧的品牌忠誠度最高，為 53.4%，而阿迪達斯 (Addidas) 和耐克 (Nike) 的品牌忠誠度分別為 39.8% 和 39.1%。國產品牌雙星和安踏的品牌忠誠度則分別為 13.4% 和 15.1%。於綜合品牌價值方面，李寧排名第三，前兩名則分別為阿迪達斯和耐克。

我們對於公司於品牌宣傳、創造和維護方面的能力也十分欣賞。公司除贊助參加奧運會的中國體育代表團外，亦長期贊助一些成績非常突出的中國體育運動隊，如跳水、乒乓球、體操和射擊等。根據零點調查資料顯示，足球在中國為受關注度最高的專案，而藍球的參與度比較高，公司則於 04 年推出了以“足球”先生李鐵命名的“鐵”系列足球鞋和新型籃球鞋。今年 1 月公司則與負責 NBA 市場推廣的 NBA Properties 簽定戰略合作協定，我們相信此舉會使公司從 NBA 在中國的知名度及國際品牌形象中獲益。

對於公司的品牌國際化戰略，我們亦持肯定態度。雖然當前公司的國際市場銷售僅占整體銷售的 3% 左右，但卻可以令公司在品牌形象設計、推廣等方面朝國際化品牌靠近，為公司的未來發展奠定基礎。

公司於目前代理 KAPPA 品牌在國內的銷售，我們認為此舉短期對公司的影響趨於正面。原因在於：1、KAPPA 品牌銷售和李寧品牌分店銷售，兩個品牌在目前的直接衝突不大，反而可以填補李寧品牌銷售所留下的縫隙；2、KAPPA 品牌銷售額目前僅占公司總體銷售額約 4%，不構成對公司整體銷售的影響；3、有助於公司獲得更多的渠道資源，該等資源最終為公司而非其他競爭對手所獲得；4、可以為公司多品牌運營積累經驗，世界上知名運動品牌銳步 (Reebok) 就成功經營了四個品牌 Rockport、LLC、Ralph Lauren Footwear、和 Greg Norman。

公司的銷售終端很難被競爭對手複製

公司三種形式的銷售渠道（特許經銷店、門市、特約專櫃）（圖表一）非常有價值，更多的銷售終端會加強公司於市場中的滲透率。截止 2004 年 6 月 31 日，公司的銷售終端為 2613 家，比 03 年底的 2145 家上升了 21.8%。我們認為其競爭對手很難或需要花很長時間很大代價才能複製公司於過去 15 年來建立的這些渠道。

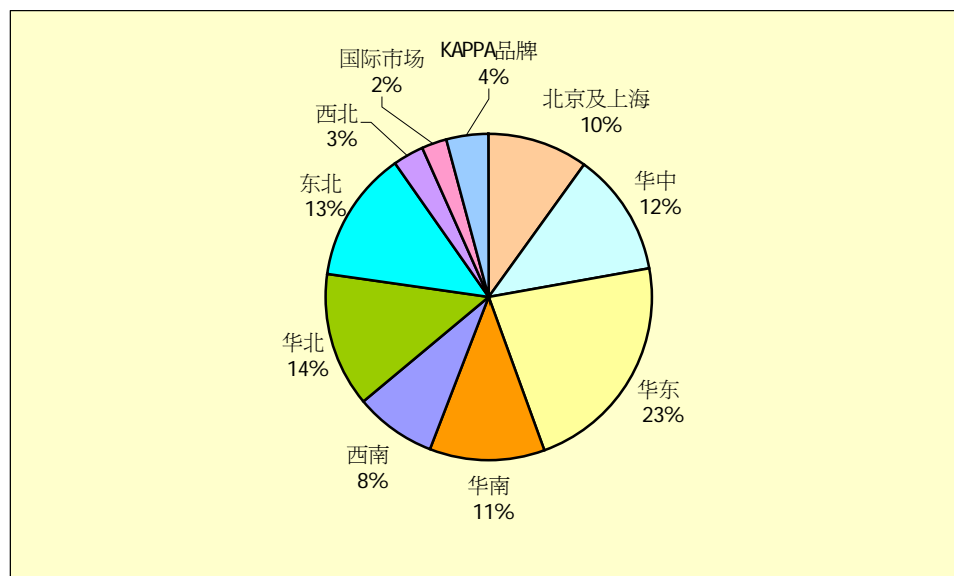
圖表一：李寧三種形式的銷售渠道

渠道分類	供貨	店面形象	銷售價格	存貨管理	截止 04 年中家數	截止 03 年底家數
特許經銷店	50%-60%折扣	統一	公司統一	經銷店負責存貨	2279	1866
門市	75%-78%返公司點	統一	公司統一	公司負責存貨	109	90
特約專櫃	零售店中租櫃經營	統一	公司統一	公司負責存貨	225	189

資料來源：公司資訊、第一上海

李寧（2331）三種形式的銷售渠道並非類似阿迪達斯和耐克只著重于沿海地區和大中城市，而是遍佈全國。從公司的地區銷售額占總體銷售額比例（圖表二）上來分析，李甯於北京及上海地區銷售約 10%，除經濟比較發達的華東地區（23%）和銷售稍欠之西北地區（3%）外，其他各個地區的銷售基本平衡。

圖表二：李寧地區銷售額占總體銷售額的比例（04 年中）



資料來源：公司資訊

#### 公司的研發設計能力非常強

李寧將產品研發提高至戰略高度，我們認為公司對研發設計的注重會給公司帶來長期利益。目前公司的產品生產 90%以上外包給獨立製造商進行，公司已經演變為一個典型的“啞鈴”式結構：研發+銷售。

公司目前有約 100 人的研發和設計人員，聘用歐洲頂級設計師，04 年底在香港成立了研發設計中心，另外還和一些境外專門從事運動產品設計的機構和設計師建立了合作夥伴關係。

通過研發，可以提高產品專業性、功能性和運動保護性方面的綜合性能，從而拓展產品系列，推動銷售增加和品牌的提升。如 04 年公司就成功推出了為李鐵設計的“鐵系列”專業足球鞋和新籃球鞋系列（運用了 Buonse 技術用於籃球鞋前掌部位的反彈和 Cushion 技術用於慢跑鞋和籃球鞋後跟部位減震）。

於產品材料選擇方面，公司亦非常注重，早在 1998 年和 2002 年，公司就與英威達（INVISTA，原杜邦公司紡織與室內材料公司）合作，引入了 CooImaxR 和萊卡面料。如今，公司的產品系列裏已經大量融入了技術性的特徵（圖表三）。

圖表三：李寧產品中所採用的新技術

產品分類	技術
鞋類	3 維鐳射腳型測試、Buonse 及 Cushion 技術等
服裝	4D 裁剪、轉移印花、吸濕排汗掉吊牌、抗 UV 吊牌、無縫面料等
配件	彈性 EVA 材料、CORDULA、熱壓/1680D 面料等

資料來源：公司網站

## 08年奧運會和中國城市居民可支配收入增長是驅動李甯未來持續成長的市場契機

08年奧運會會給李寧  
(2331) 創造成長契  
機

隨著 08 年北京奧運會的越來越近，我們認為李甯的市場機會將會隨之上升。由於北京奧運會是中國歷史上第一次本土化的奧運會，民族品牌消費品尤其是與體育相關的消費品的銷售無疑將會顯著增加。

自 1992 年北京亞運會上李寧終結了中國運動員穿外國運動品牌登臺領獎的尷尬歷史以來，公司一直在中國體育代表團所參加的國內外重大賽事上扮演重要角色。在國內同類企業中，公司贊助國家體育代表團參加各屆奧運會的次數做多，市場知名度最廣。

於 08 年北京奧運會上，公司目前確定贊助的中國國家體育運動隊有乒乓球隊、射擊隊、跳水隊和體操隊，上述四個運動隊取得了 04 年雅典奧運會上全部 30 面金牌中的 18 面。另外，公司還將贊助西班牙男子、女子籃球隊以及法國體操隊參加 08 年奧運會。

我們相信，李寧品牌最終會因極具本土化和親和力的民族品牌特徵而獲得更多國內消費者的青睞。這一點差異，會給李寧在和國外品牌的競爭中獲得相當的優勢。1988 年韓國漢城奧運會後，韓國三星迅速崛起就是一個典型的企業借助奧運會獲得成功的案例。

公司將長期受惠於中  
國城市人口增長、人  
均 GDP 提高和恩格爾  
係數下降

我們認為李寧將長期受惠於中國城市人口增長，人均 GDP 的不斷提高及恩格爾係數的下降。

根據 2003 年中國統計年鑒的資料表明，中國城市人口從 1991-2002 年增加了 1.9 億人，年均增幅為 61%，城市人口占總人口比例亦從 1991 年的 26.9% 上升至 2002 年的 39.1%。而同一時間，城市家庭的人均可支配收入從 1701 人民幣上升至 7703 人民幣，年均複合增長率達 14.7%。

根據國家統計局資料，03 年中國人均 GDP 為 1090 美元，首次突破 1000 美元。在人們收入提高的同時，中國城鄉居民用於食品支出的費用又呈現不斷下降趨勢。中國城鎮居民恩格爾係數從 1997 年的 46.4% 下降至 2002 年的 37%。根據聯合國糧農組織的標準，恩格爾係數在 30%-40% 之間為富裕水平。發達國家發展經驗表明，當居民人均 GDP 達到 1000 美元和恩格爾係數實現從小康到富裕的跨越後，消費者的消費結構會出現重大升級，用於體育、教育、娛樂、通信等方面的支出會大幅上升。

## 李寧增長路徑

公司之銷售終端不斷增加

我們認為李寧的銷售增長主要通過兩個手段來進行。其一是不斷增加和完善銷售渠道，公司計劃於 04、05、06 年三種形式的銷售店分別可增至 2800 間、3200 間和 3500 間。公司資料顯示，公司於 03 年底的銷售店面為 2145 間，而 04 年中期增至 2613 間，半年已經增加 468 間，所以我們認為管理層的計劃可能略為保守。

公司之產品系列不斷完善，產品價格有望保持上升

其二是透過增加產品種類，提高產品品質來提高產品銷量和銷價，由此來促進單店收入的上升。公司近年介入之高爾夫、網球、籃球及足球等專業系列產品深受市場歡迎。以公司的鞋類產品為例，公司於 04 年新推出之籃球鞋系列價格區間較傳統產品普遍為高（圖表四）。

圖表四：部分李寧鞋類產品之價格區間

產品分類	價格區間（人民幣）
跑步系列	128-198
Sport life 系列	168-198
足球系列	158-298
綜合訓練系列	218-368
網球系列	328-458
籃球系列	298-568

資料來源：公司網站

努力維持利率穩定

作為一間處於激烈競爭行業中之公司，維持產品毛利率相當重要。隨著銷售額增加，產品毛利率一個百分點的變化將導致利潤額的巨大差異。如香港之服裝生產企業堡獅龍（0592），01-03 年銷售額持續上升，但卻於 02、03 年連續兩年錄得虧損，原因在於毛利率較大幅度下滑。所以維持毛利率穩定是公司持續增長的一個關鍵點。

市場推廣費用絕對額上升

不論是出於擴大品牌影響力還是應對競爭對手宣傳攻勢的需要，李寧的廣告支出和市場推廣費用絕對額都將上升。不過我們對於公司于營銷開支方面的控制比較滿意，歷史上公司一直將營銷費用比例控制在一合理的範圍之內。

改善存貨周轉率，降低積壓風險

公司 01-03 年存貨周轉天數一直處於同行偏高水準，平均在 142 天左右，不過截止 04 年中期報告顯示，公司之存貨周轉天數已經顯著改善至 124 天水平。公司管理層之目標是于未來幾年內努力將存貨周轉天數持續改善至 100 天左右水平。



## 盈利預測

### 重要假設

于我們對公司未來三年的收入及盈利預測中隱含如下重要假設：

- 1、公司 04-06 年三種形式銷售店分別增加至 2800 家、3400 家和 4000 家，年均複合增長率為 23%；
- 2、公司單店收入分別 04-06 年分別有 16%、17%、18%左右（公司產品系列增加和產品平均銷售單價上升，見第 5 頁增長路徑中分析）的上升。
- 3、公司 04 至 06 年毛利率水平穩中有降，三年分別為：46.9%、46.1%和 45.1%；
- 4、公司之三年經銷開支及行政開支分別為銷售額之 27%（接近歷史最高水準）及 10%；
- 5、派息率穩定為 30%水平。

### 未來三年收入和盈利 都將快速增長

基於上述假設，我們認為公司未來三年銷售收入仍有比較快速增長，04 至 06 年分別增長 51%、42%和 39%。而公司盈利則會受毛利率下降影響，增長率不及收入增長率，04 至 06 年三年分別為 43.6%、29.5%、20.9%。04 至 06 年三年每股盈利分別為 0.13、0.17 和 0.2 人民幣，派息分別為人民幣 3.9 分、5 分和 6.1 分（圖表五）。

圖表五：盈利摘要

截止 12 月 31 日財政年度	2002A	2003A	2004F	2005F	2006F
收入（百萬人民幣）	958	1276	1927	2738	3806
變動（%）	30.4	33.2	51.0	42.1	39.0
淨利潤（百萬人民幣）	67	94	135	175	211
每股收益（人民幣）	0.06	0.09	0.13	0.17	0.20
變動（%）	34.8	40.5	43.6	29.5	20.9
市盈率@3.85 港元（倍）	62.6	44.6	31.0	24.0	19.8
每股派息（人民幣）	不適用	不適用	0.04	0.05	0.06
息率（%）	不適用	不適用	0.97	1.25	1.51

資料來源：公司資訊、第一上海預測

### 毛利率敏感性分析

鑒於公司盈利對毛利率反應相當敏感，所以不排除我們對未來三年之盈利預測出現重大偏差。為更清楚說明情況，我們此處特別對毛利率變動對盈利的影響做一特別分析。我們對最近一個年度 04 年的收入及盈利預測相信偏差不會太大，而對 05 和 06 年公司之毛利率變動對盈利的影響做如下分析（圖表六）：

圖表六：毛利率變動對05、06年盈利預測影響的分析

毛利率	05年淨利潤增長率	05年EPS	毛利率	06年淨利潤增長率	06年EPS
		(人民幣)			(人民幣)
預測(46.1%)	29.5%	0.167	預測(45.1%)	20.9%	0.202
46%	27.9%	0.165	46%	36.1%	0.227
47%	43.9%	0.186	47%	53.2%	0.256
48%	59.9%	0.206	48%	70.4%	0.285

資料來源：第一上海預測

相對而言，我們對公司之盈利表現預測採取的是相對保守的方法，我們對06年公司毛利率水平的估計為管理層目標之下限，而未來三年經銷開支之預測為過往表現之上限。

圖表七：綜合倍率表

截止12月31日財政年度	2002A	2003A	2004F	2005F	2006F
毛利率(%)	44.9	47.5	46.9	46.1	45.1
經營利潤率(%)	10.8	9.3	8.9	8.2	7.1
淨利率(%)	7.0	7.4	7.0	6.4	5.6
收入增長率(%)	30.4	33.2	51.0	42.1	39.0
經營利潤增長率(%)	58.5	15.3	44.8	30.0	21.3
淨利潤增長率(%)	34.8	40.5	43.6	29.5	20.9
股權權益回報率(%)	31.0	24.2	15.4	17.5	18.4
平均存貨周轉天數(天)	141	143	124	112	104
平均應收帳款周轉天數(天)	27	29	31	29	26
市盈率@3.775港元(倍)	62.6	44.6	31.0	24.0	19.8
股價/每股淨資產@3.775港元(倍)	17.0	9.8	4.4	3.9	3.4
息率(%)	0.6	1.6	1.0	1.3	1.5

資料來源：公司資訊、第一上海預測



## 估值和建議

公司之現價市盈率水平與同類公司相比偏高

我們列舉了部分國外及香港上市之品牌公司（包括體育用品和休閒服裝）之市盈率水平，其中全部平均值為 17.8 倍，香港市場平均值為 28.3 倍，李寧按照 04 年預測每股收益計算之現價市盈率為 31.0 倍，屬偏高水準。

圖表八：部分國外及香港品牌公司市盈率

股票代碼	股票名稱	往績市盈率
PUM. GR	彪馬	11.1
ADS. GR	阿迪達斯	17.6
NKE. US	耐克	21.2
RBK. US	銳步	15.0
0330. HK	思捷	32.3
0592. HK	堡獅龍	23.3
0709. HK	佐丹奴	26.7
2331. HK	李寧(04F)	31.0
全部平均		17.8
香港市場平均		28.3

資料來源：bloomberg、第一上海預測

建議持有

不過鑒於公司目前已經處於國內同類企業之領先地位，兼未來兩年每股盈利仍有超過 25%的年均複合成長率，我們認為以低於香港市場平均的 25 倍市盈率和 05 年預測每股收益為其定價比較合理，該等目標價為 3.95 港元，與現價相比有 5%的上升空間，建議：持有。

**損益表（千元人民幣）**

截止12月31日財政年度	2002A	2003A	2004F	2005F	2006F
銷售收入	958005	1276224	1926944	2738091	3806117
鞋類	349608	443811	612459	826820	1099670
服裝類	500131	658649	1053838	1533335	2177336
配件	108266	173764	260646	377937	529111
銷售成本	(528148)	(670305)	(1023103)	(1475854)	(2088902)
毛利	<b>429857</b>	<b>605919</b>	<b>903840</b>	<b>1262237</b>	<b>1717215</b>
其他收益	7126	8146	8000	8000	8000
經銷開支	(222581)	(335717)	(520275)	(739285)	(1027652)
行政開支	(104561)	(121049)	(192694)	(273809)	(380612)
其他經營性開支	(6494)	(38190)	(26429)	(32931)	(44956)
經營利潤	<b>103347</b>	<b>119109</b>	<b>172442</b>	<b>224213</b>	<b>271995</b>
融資成本淨額	(7392)	(4546)	(2000)	(4000)	(6886)
除稅和少數股東權益前利潤	95955	114563	170442	220213	265109
稅收	(28130)	(22029)	(37497)	(48447)	(58324)
除少數股東權益前利潤	67825	92534	132945	171766	206785
少數股東權益	(936)	1426	2000	2950	4462
淨利潤	<b>66889</b>	<b>93960</b>	<b>134945</b>	<b>174716</b>	<b>211247</b>
每股收益（人民幣）	0.064	0.090	0.129	0.167	0.202
每股收益（港元）	<b>0.060</b>	<b>0.085</b>	<b>0.122</b>	<b>0.158</b>	<b>0.191</b>
派息	23970	65772	40483	52415	63374
每股派息（人民幣）	0.023	0.063	0.039	0.050	0.061
每股派息（港元）	0.022	0.059	0.037	0.047	0.057

資料來源：公司資訊、第一上海預測

**资产负债表（千元人民币）**

截止12月31日财政年度	2002A	2003A	2004F	2005F	2006F
<b>非流动资产</b>	86489	89523	134277	145965	178239
物业、机器和设备	80173	81484	125430	136520	168268
土地使用权	4471	4264	4047	3845	3645
无形资产	1845	3775	4800	5600	6326
<b>流动资产</b>	484144	678255	1243439	1532293	1877781
存货	228825	296239	406000	508350	696301
应收帐款	83031	120059	212300	228174	317176
其他应收款项及预付款	44636	37469	70059	78045	112171
现金及现金等价物	127652	224488	555080	717724	752133
<b>资产总额</b>	<b>570633</b>	<b>767778</b>	<b>1377716</b>	<b>1678258</b>	<b>2056020</b>
<b>股东权益和少数股东权益</b>	232873	404901	892452	1011803	1155215
已发行股本	6	8	104611	104611	104611
储备	215572	389024	773972	896273	1044147
股东权益	215578	389032	878583	1000884	1148758
少数股东权益	17295	15869	13869	10919	6457
<b>流动负债</b>	337760	362877	485263	666454	900806
应付贸易款项	127926	171581	250503	355952	494795
其他应付款项及应计费用	66880	91608	134886	191666	266428
短期借贷	131000	85000	95000	112538	132000
应付税务	11677	14688	4875	6298	7582
应付股息	277	0	0	0	0
<b>股本及负债总额</b>	<b>570633</b>	<b>767778</b>	<b>1377716</b>	<b>1678258</b>	<b>2056020</b>

資料來源：公司資訊、第一上海預測

**现金流量表 (千元人民币)**

截止12月31日财政年度	2002A	2003A	2004F	2005F	2006F
<b>经营业务之现金流量</b>					
经营业务之现金流入	65763	112192	87307	289578	215656
已付利息	(8148)	(5710)	(2456)	(4450)	(7189)
已付所得税	(14558)	(19018)	(32623)	(42149)	(50742)
经营业务之现金流入净额	<b>43057</b>	<b>87464</b>	<b>52228</b>	<b>242979</b>	<b>157725</b>
<b>投资活动之现金流量</b>					
购入物业、机器及设备	(13972)	(22282)	(25132)	(44909)	(78707)
购入无形资产	(855)	(2847)	(2000)	(2000)	(2000)
出售物业、机器及设备所得款项	6930	161	1000	1000	1000
已收利息	756	1123	456	450	303
投资活动之现金流出净额	<b>(7141)</b>	<b>(23845)</b>	<b>(25676)</b>	<b>(45459)</b>	<b>(79404)</b>
<b>融资活动之现金流量</b>					
发行股份	0	103464	475819	0	0
来自少数股东款项	162	0	0	0	0
借贷	56000	85000	95000	112538	132000
偿还借贷	(69114)	(131000)	(85000)	(95000)	(112538)
已付股息	(7162)	(24247)	(181779)	(52415)	(63374)
融资活动之现金(流出)/流入净额	<b>(20114)</b>	<b>33217</b>	<b>304040</b>	<b>(34877)</b>	<b>(43912)</b>
现金及等同现金项目增加	<b>15802</b>	<b>96836</b>	<b>330592</b>	<b>162644</b>	<b>34409</b>
年初之现金及等同现金项目	111850	127652	224488	555080	717724
年终之现金及等同现金项目	127652	224488	555080	717724	752133

資料來源：公司資訊、第一上海預測

## 第一上海證券有限公司

香港中環德輔道中 71 號永安集團大廈 19 樓

電話：(852) 2522-2101

傳真：(852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司(“第一上海”)編制並只作私人傳閱。未經批准，不得以任何方式使用或轉載本報告之任何內容。此報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作查照之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其他金融票據的邀請或向人作出邀請或構成對任何人的投資建議。此報告的內容並未有考慮到個別的投資者的投資取向，財務情況或任何特別需要。此報告所載資料在刊出時皆被第一上海認為可靠，但第一上海不能擔保其準確性或完整性，而第一上海不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會因應不同的假設或因素發出其他與本報告所載資料不一致及有不同結論的報告。第一上海或其雇員將不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會持有此報告內所提及到的證券或投資專案。

©2005第一上海證券有限公司 版權所有。保留一切權利。