

**買入**

2008年08月28日

**08年中期業績再超預期**

- **08年中期業績再勝預期**：李寧公司08年中期實現營業收入30.6億元人民幣，同比增長60.3%，股東應占盈利3.3億元，同比增長68.3%，每股收益上升67.8%至32.2分。
- **李寧品牌門店數量達到5853間，總店數達到6393間**：公司截止至08年中期的總店面數量達到6393間，相比07年底淨增717間，其中李寧品牌數量達到5883間，其他品牌（心動、AIGLE等）的數量則達到540間。公司預計08年底李寧品牌門店數量將達到6200間。
- **同店收入增幅達到26%，創上市來新高**：李寧公司08年上半年同店收入達到了26%，相比07年的20%遠高，公司表示加大了門店監管力度促成了同店增長率創出新高。
- **鞋類產品繼續大幅增長**：李寧品牌服裝產品的銷售金額在08年上半年增長45.8%實現銷售金額14.5億元，銷售數量同比增長57.4%，零售價格同比提升了2.0%；鞋子上半年銷售金額達到13.9億元，同比增長81.9%。銷售數量同比增長106.0%，價格同比下降8.0%。
- **08年三四季度以及09年一季度的增長依然強勁**：根據管理層透漏的資料，公司08年後半年和09年一季度的訂單增長依然強勁，基本都維持在40%以上。
- **目標價微升至30.0港元，買入評級**：基於對其07-10年收入及每股收益的年均複合增長率分別為37.5%及45.2%的預測，我們提升李寧目標價格至30.0港元目標價，此價格相當於09年每股收益的25倍。

★1 港元=0.88 人民幣

**李嶽**

86755-33367200

David.li@firstshanghai.com.hk

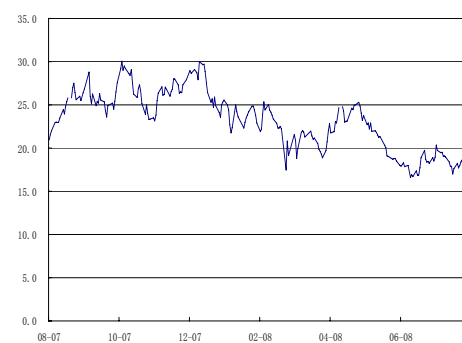
**主要資料**

行業	服裝
股價	19.8 港元
目標價	30.0 港元 (+51.5%)
股票代碼	2331
已發行股本	10.3 億股
市值	206.3 億港元
52 周高/低	15.6—32.0 港元
每股淨現值	1.6 元人民幣
主要股東	李寧 35.6%

**盈利摘要**

截止12月31日財政年度	2006实际	2007实际	2008预测	2009预测	2010预测
收入 (百万人民币)	3181	4349	6766	8925	11293
变动 (%)	30	37	56	32	27
净利润 (百万人民币)	294	474	788	1107	1450
每股收益 (人民币)	0.28	0.46	0.76	1.07	1.40
变动 (%)	57	61	66	41	31
市盈率@19.8港元 (倍)	61.3	38.1	22.9	16.3	12.4
每股派息 (人民币)	0.11	0.23	0.30	0.43	0.56
息率 (%)	0.58	1.16	1.55	2.18	2.86

來源：公司資料，第一上海預測

**股價表現**


來源：彭博

## 08年中期業績再次超越預期

### 李寧 08年中期業績再超預期

李寧公司 08 年中期實現營業收入 30.6 億元人民幣，同比增長 60.3%，股東應占盈利 3.3 億元，同比增長 68.3%，每股收益上升 67.8%至 32.2 分。

圖表 1：李寧公司 08 年中期業績概覽

	2007中期	2008中期	變動	附注
收入	1,909	3,061	60.3%	同店銷售26%
毛利	930	1,482	59.3%	銷售價格下滑
毛利率	48.7%	48.4%		
經營利潤	267	453	69.8%	
經營利潤率	14.0%	14.8%		
淨利潤	198	334	68.3%	
淨利潤率	10.4%	10.9%		

資料來源：公司資料

### “李寧”門店數量達到 5853 間，促總店數達到 6393 間

公司截止至 08 年中期的總店面數量達到 6393 間，相比 07 年底淨增 717 間，其中李寧品牌數量達到 5883 間，其他品牌（心動、AIGLE 等）的數量則達到 540 間，這個數字相比我們預測為高。

在所有門店中，通過代理商開設的門店數量約為 6065 間，自營門店數量約為 328 間。

公司計畫在 08 年將門店數量擴至 6200 間，而到 2013 年門店數量將達到 10000 間。

圖表 2：李寧門店情況概覽

	2007中期	2007年底	2008年中期	2008年底	2009年底	2013年底
李寧店	4358	5233	5853	6200	7000	10000
其他	224	443	540			

資料來源：公司資料

### 同店收入大幅提升，加強門店管理初顯成效

08 年上半年其同店收入增長達到了 26%，相比 07 年的 20%遠高，公司表示這是因為其繼續加大了門店監管力度，要求每個大區都加強對門店的巡視和指導，以幫助他們能夠更好的銷售，因此其同店增長率創了 3 年來的新高。

而在下一個 5 年規劃中，同店增長將成為首要的考核指標，因此我們預期公司同店增長將保持強勁。

### 鞋子增速大幅提升

李寧品牌的服裝產品銷售金額得到了穩步提升，08年上半年銷售金額達到14.5億元，同比增長45.8%。銷售數量同比增長57.4%，零售價格同比提升了2.0%。

鞋子銷售繼續保持強勁，08年上半年銷售金額達到13.9億元，同比增長81.9%。銷售數量同比增長106.0%，價格同比下降8.0%。

總的來說，李寧品牌服裝銷售收入所占總收入的比重已經降到47.3%，而鞋子比重則增加到45.3%，另外配件貢獻了約5.5%。

**圖表 3：李寧各產品銷售情況概覽**

百万人民币	2007中期		2008年中期		增长
	收入	占比	收入	占比	
李宁牌					
鞋类	1,385	45.3%	762	39.9%	81.9%
服装	1,449	47.3%	994	52.0%	45.8%
配件	168	5.5%	120	6.3%	40.4%
总计	3,002	98.1%	1,875	98.2%	60.1%
其他品牌					
鞋类	19	0.6%	12	0.6%	58.5%
服装	37	1.2%	21	1.1%	81.2%
配件	2	0.1%	2	0.1%	20.5%
总计	58	1.9%	34	1.8%	70.3%
整体					
鞋类	1,404	45.9%	774	40.5%	81.5%
服装	1,486	48.5%	1,014	53.1%	46.5%
配件	170	5.6%	122	6.4%	40.1%
总计	3,061	100.0%	1,909	100.0%	60.3%

資料來源：公司資料

### 北部及東部地區依然是公司發展的重中之重

公司的業務重心主要在北方及東部，這部分市場佔據其銷售收入的79.6%，同時，這部分市場的增長率依然最快，分別達到75.8%及59.8%。

**圖表 4：李寧分地區銷售情況統計表**

	2007中期		2008年中期		增长
	收入	占比	收入	占比	
李宁牌					
中国市场					
东部	1,192	38.9%	746	39.1%	59.8%
北部	1,246	40.7%	709	37.1%	75.8%
南部	531	17.4%	400	20.9%	33.0%
国际市场	33	1.1%	21	1.1%	57.7%
其他品牌					
中国市场	58	1.9%	34	1.8%	70.3%
总计	3,061	100.0%	1,909	100.0%	60.3%

資料來源：公司資料

## 李寧品牌毛利率輕微降至 48.5%，未來將保持在 47%-48%

產品平均毛利率達到了 48.5%，較 07 年上半年的 48.8%略低。

鞋子的毛利率下降 2.2 個百分點至 46.1%，主要是因為產品單價下降了 8%，這和其不斷開拓低收入地區市場是分不開的。

服裝的毛利率提升了 2.0 個百分點至 50.7%，主要因為產品單價提升了 2%。

圖表 5：李寧毛利率概覽

	2007中期	2008中期	變動
李寧鞋	46.1%	48.3%	-2.2%
李寧服裝	50.7%	48.7%	2.0%
李寧配件	49.1%	52.0%	-2.9%
平均	48.5%	48.8%	-0.3%

資料來源：公司資料

## 費用率下降 1.1 個百分點

公司費用率下降 1.1 個百分點至 33.6%，主要因為收入增長速度較快，而費用特別是管理費用增長較慢所致。

行銷費用率提升 1.6 個百分點至 18.7%，研發費用率上升幅 0.6 個百分點至 5.8%。

## 供應鏈改制初顯成效

公司自 06 年便開始了供應鏈管理的深化，包括壓縮代理商等。最終的結果就是庫存周轉天數繼續下降 10，達到 61 天，應收賬齡下降 8 天至 47 天。

## 下半年及明年一季度銷售也很樂觀

公司表示今年下半年和 09 年 1 季度的訂單情況也很理想，如下表所示：

圖表 6：李寧 08 年三四季度以及 09 年一季度訂單情況概覽

		产品价格	产品销量
08 Q3	服装	-1.4%	53.9%
	鞋子	-3.3%	82.8%
08 Q4	服装	13.0%	51.0%
	鞋子	0.0%	73.0%
09 Q1	服装	10.0%	24.0%
	鞋子	6.0%	39.0%

資料來源：公司資料

**未來工作重點：**

公司表示未來的工作重點將集中在以下幾個方面：

- 1、繼續擴大門店網路，希望 2013 年將李寧品牌門店數量擴至 10000 間。
- 2、繼續加強供應鏈管理，縮短鏈條的長度。
- 3、繼續加強品牌推廣，並在 2018 年將李甯打造成為世界 5 大運動品牌之一。

## 目標價升至 30.0 港元，買入評級

### 提升目標價至 30.0 港元，維持買入評級

公司在品牌推廣方面的努力讓我們對其未來發展充滿信心，其對供應鏈的強化讓我們相信其未來運作將更有效率，因此我們依然堅定的看好李寧公司。

基於對其 07-10 年收入及每股收益年均複合增長率分別為 37.5%及 45.2%的預測，我們提升李寧目標價格至 30.0 港元，此價格相當於 09 年每股收益的 25 倍。

圖表 7：財務預測變更表

	2008 預測		2009 預測		2010 預測	
	之前預測	目前預測	之前預測	目前預測	之前預測	目前預測
百万人民币 收入	6,102	6,766	7,829	8,925	9,748	11,293
经营利润	899	1,034	1,204	1,452	1,506	1,900
净利润	700	788	938	1,107	1,173	1,450

資料來源：公司資料、第一上海預測

# 附錄 1：主要財務報表

損益表					
<人民币> <百万>, 财务年度截至<12月>					
	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
收入	3,180.5	4,348.7	6,765.8	8,925.2	11,292.7
毛利	1,507.3	2,082.8	3,342.3	4,431.0	5,626.5
其他业务收入	29.7	31.0	40.0	45.0	45.0
销售及管理费用	(1,135.6)	(1,504.0)	(2,347.9)	(3,024.1)	(3,771.2)
其他收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>营运收入</b>	<b>401.4</b>	<b>609.9</b>	<b>1,034.3</b>	<b>1,451.9</b>	<b>1,900.3</b>
财务开支	(1.4)	8.7	(10.9)	(13.6)	(17.0)
联营公司	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>税前盈利</b>	<b>400.0</b>	<b>618.5</b>	<b>1,023.5</b>	<b>1,438.3</b>	<b>1,883.3</b>
所得税	(106.1)	(144.5)	(235.4)	(330.8)	(433.2)
少数股东应占利润	(0.2)	(0.4)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
<b>净利润</b>	<b>293.7</b>	<b>473.6</b>	<b>787.9</b>	<b>1,107.3</b>	<b>1,450.0</b>
折旧及摊销	27.3	57.8	63.6	69.9	76.9
<b>EBITDA</b>	<b>428.7</b>	<b>667.7</b>	<b>1,097.9</b>	<b>1,521.8</b>	<b>1,977.2</b>
<b>增长</b>					
总收入 (%)	29.8%	36.7%	55.6%	31.9%	26.5%
EBITDA (%)	45.9%	55.7%	64.4%	38.6%	29.9%
每股收益 (%)	40.0%	57.2%	60.8%	66.4%	40.5%

资产负债表					
<人民币> <百万>, 财务年度截至<12月>					
	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
现金	838.9	849.9	1,743.9	1,710.3	2,448.4
应收账款	579.1	684.7	1,082.5	1,204.9	1,581.0
存货	350.5	513.9	628.8	848.3	1,011.2
其他流动资产	120.3	125.2	142.3	163.5	184.9
<b>总流动资产</b>	<b>1,888.8</b>	<b>2,173.8</b>	<b>3,597.6</b>	<b>3,927.0</b>	<b>5,225.4</b>
<b>固定资产</b>	<b>156.9</b>	<b>340.0</b>	<b>374.0</b>	<b>411.4</b>	<b>452.6</b>
无形资产	81.6	87.8	87.8	87.8	87.8
长期投资及其他	25.6	83.0	85.9	88.9	92.1
<b>总资产</b>	<b>2,152.8</b>	<b>2,684.7</b>	<b>4,145.4</b>	<b>4,515.2</b>	<b>5,858.0</b>
短期负债					
应付帐款	424.5	490.4	879.6	1,160.3	1,468.1
短期银行贷款	0.0	100.0	600.0	0.0	0.0
其他短期负债	253.0	373.8	504.2	667.8	846.8
<b>总短期负债</b>	<b>688.5</b>	<b>964.2</b>	<b>1,983.8</b>	<b>1,828.0</b>	<b>2,314.9</b>
长期银行贷款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他负债	4.0	6.0	8.0	10.0	12.0
<b>总负债</b>	<b>748.2</b>	<b>970.2</b>	<b>1,991.8</b>	<b>1,838.0</b>	<b>2,326.9</b>
少数股东权益	17.6	18.0	18.2	0.0	0.0
<b>股东权益</b>	<b>1,387.0</b>	<b>1,696.5</b>	<b>2,135.4</b>	<b>2,677.2</b>	<b>3,531.1</b>
每股账面值	1.3	1.6	2.1	2.6	3.4
营运资金	1,200.3	1,209.6	1,613.8	2,099.0	2,910.6

資料來源：公司資料、第一上海預測

财务分析					
	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
<b>盈利能力</b>					
毛利率 (%)	47.4%	47.9%	49.4%	49.6%	49.8%
EBITDA 利率 (%)	13.5%	15.4%	16.2%	17.1%	17.5%
净利率 (%)	9.2%	10.9%	11.6%	12.4%	12.8%
<b>营运表现</b>					
SG&A/收入 (%)	35.7%	34.6%	34.7%	33.9%	33.4%
实际税率 (%)	26.5%	23.4%	23.0%	23.0%	23.0%
股息支付率 (%)	39.6%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%
库存周转	69.9	68.8	59.7	58.8	58.7
应付账款天数	69.7	73.0	69.5	69.9	70.9
应收账款天数	54.6	53.1	47.7	46.8	45.0
<b>财务状况</b>					
负债/资产	-0.35	-0.36	-0.49	-0.42	-0.41
收入/总资产	1.48	1.62	1.63	1.98	1.93
总资产/股本	1.55	1.58	1.94	1.69	1.66
盈利对利息倍数	294.04	-70.20	95.24	106.95	111.99

现金流量表					
<人民币> <百万>, 财务年度截至<12月>					
	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
<b>EBITDA</b>	<b>428.68</b>	<b>667.66</b>	<b>1,097.93</b>	<b>1,521.85</b>	<b>1,977.22</b>
调整项	49.36	36.55	44.20	(45.52)	5.83
营运资金变化	(82.67)	(73.85)	(6.46)	70.08	(85.51)
所得税	(101.98)	(125.75)	(204.80)	(287.81)	(376.85)
<b>营运现金流</b>	<b>293.39</b>	<b>504.61</b>	<b>930.87</b>	<b>1,258.60</b>	<b>1,520.69</b>
资本开支	(105.19)	(301.00)	(298.70)	(248.70)	(198.70)
其他投资活动	17.73	18.73	2.14	(0.58)	(3.97)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(87.46)</b>	<b>(282.27)</b>	<b>(296.56)</b>	<b>(249.28)</b>	<b>(202.67)</b>
负债变化	0.00	100.00	500.00	(600.00)	0.00
股本变化	15.77	0.00	0.00	0.00	0.00
股息	(88.27)	(236.43)	(315.15)	(442.92)	(579.98)
其他融资活动	(6.37)	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>融资活动现金流</b>	<b>(78.87)</b>	<b>(136.43)</b>	<b>184.85</b>	<b>(1,042.92)</b>	<b>(579.98)</b>
<b>现金变化</b>	<b>236.46</b>	<b>85.91</b>	<b>819.16</b>	<b>(33.60)</b>	<b>738.04</b>
期初持有现金	602.41	838.87	924.77	1743.93	1710.33
期末持有现金	838.87	924.77	1743.93	1710.33	2448.37

### 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項目。

©2008 第一上海證券有限公司 版權所有。保留一切權利。