

# 李寧 (2331 HK)

## 扎實的品牌升級和改革計畫

我們認為 20 財年下半年李寧的表現優於同業，主要是歸功於：1) 更好的行銷，2) 平均售價和毛利率提升，以及 3) 更有效的成本控制。我們認為新任 CEO 制定的改革計畫比較扎實，所以對公司 21 財年前景充滿信心，因此重申買入評級，並將目標價上調至 67.66 港元，基於 48 倍 22 財年預測市盈率（之前為的 37 倍 21 財年）。

- 我們預計 20 財年銷售額/核心淨利潤將同比增長 8%/32% (20 財年下半年將增長 15%/40%)。我們認為如此強勁的增長（即使 20 財年上半年受疫情拖累）是歸因於：1) 27% 的電商銷售增長，2) 穩定的毛利率，得益於平均售價上升和有限的零售折扣，以及 3) 有效的營運成本控制，例如有限的廣告費，差旅費和某些的租金減免。
- 20 財年四季度零售同比增速或升至 11%，而三季度只為中單位數。我們認為李寧 20 財年四季度零售增速或將達到 11%，遠高於特步的高單位數和安踏的低單位數，主要由於：1) “中國李寧”產品受歡迎程度提升；2) 成功的電子行銷（更具創意、新潮和以年輕人為導向）；3) 更多的跨界和品牌建設（例如李寧 x Hajime Sorayama/空山基，李寧 x Line Friends），以及 4) 強勁的電商銷售增長（我們預計 20 年 11-12 月期間為 40-50%）。
- 我們對 21 年財年保持高度樂觀。我們相信，李寧 21 財年零售流水增速或將超過 15%，主要由於：1) 儘管去年基數較高，但電商銷售強勁，21 財年 1 月增長仍然有 40%；2) 通過品牌形象升級來帶動平均售價上升（通過成功打入和 FILA 類似的客戶群體，高價產品銷售有顯著改善），估計 1-2 年內提升空間為 20-30%；3) “中國李寧”門店擴張加快，預計 21-22 財年每年可新增約 100 家門店（我們預計 20 財年為 80 家）；4) 在新任 CEO 領導下進行的一系列改革（例如，精簡 SKU 數量、尺寸和面料）後，門店店效和營運效率得到提高。
- 維持買入評級，目標價上調至 67.66 港元。我們維持買入評級，並將目標價上調至 67.66 港元，基於 48 倍 22 財年預測市盈率（之前為 37 倍 21 財年），鑒於 3 年應佔核心淨利潤複合年增長率 33%，估值仍然合理。我們認為，當前估值為 41 倍 22 財年預測市盈率，仍然具有吸引力。我們將 20/21/22 財年歸母淨利潤預測上調 4.1%/5.5%/9.2%，以反映人民幣兌港元匯率的變化、更快的電商銷售、更好的毛利率和經營杠杆。

### 財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
營業額 (百萬人民幣)	10,511	13,870	14,946	18,510	21,667
同比增長 (%)	18.4	32.0	7.8	23.8	17.1
淨利潤 (百萬人民幣)	715	1,499	1,666	2,344	2,946
每股收益 (人民幣)	0.29	0.60	0.66	0.93	1.17
每股收益變動 (%)	38.0	106.0	10.0	40.7	25.7
核心淨利潤 (百萬人民幣)	715	1,265	1,666	2,344	2,946
核心淨利潤變動 (%)	38.8	76.9	31.7	40.7	25.7
市場預期每股收益 (人民幣)	n/a	n/a	0.64	0.88	1.13
市盈率 (x)	159.8	78.9	71.8	51.0	40.6
市帳率 (x)	19.3	16.4	13.9	11.3	9.2
股息率 (%)	0.2	0.3	0.3	0.5	0.6
權益收益率 (%)	12.3	21.0	19.8	22.7	23.2
財務杠杆 (x)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際證券預測

### 買入 (維持)

目標價	HK\$67.66
(此前目標價)	HK\$36.52)
潛在升幅	+27.4%
當前股價	HK\$53.10

### 中國體育用品行業

#### 胡永匡

(852) 3761 8776  
walterwoo@cmbi.com.hk

#### 公司資料

市值(百萬港元)	132,173
3 月平均流通量 (百萬港元)	518.92
52 周內股價高/低 (港元)	57.6/ 14.8
總股本 (百萬)	2,489.1

資料來源：彭博

#### 股東結構

李甯先生家族	14.23%
黑石公司	4.84%
施羅德公司	4.94%
FMR LLC	4.94%
自由流通	70.05%

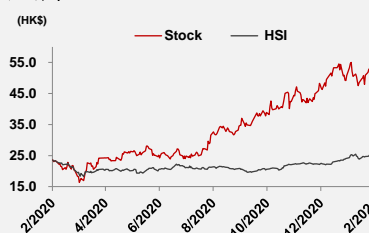
資料來源：港交所

#### 股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	4.6%	-2.8%
3-月	19.7%	2.7%
6-月	68.5%	38.0%
12-月	133.1%	110.9%

資料來源：彭博

#### 股份表現



資料來源：彭博

審計師：畢馬威

## 財務分析

### 利潤表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
<b>銷售收入</b>	<b>10,511</b>	<b>13,870</b>	<b>14,946</b>	<b>18,510</b>	<b>21,667</b>
經銷商銷售	4,909	6,865	7,317	8,781	9,922
直營銷售	3,132	3,620	3,477	4,172	4,840
電子商務	2,218	3,121	3,961	5,348	6,685
國際市場	252	264	191	210	220
<b>銷售成本</b>	<b>(5,458)</b>	<b>(7,064)</b>	<b>(7,517)</b>	<b>(9,120)</b>	<b>(10,603)</b>
<b>毛利</b>	<b>5,053</b>	<b>6,805</b>	<b>7,428</b>	<b>9,391</b>	<b>11,064</b>
<b>其它收入</b>	<b>95</b>	<b>139</b>	<b>239</b>	<b>222</b>	<b>260</b>
<b>營運支出</b>	<b>(4,370)</b>	<b>(5,401)</b>	<b>(5,536)</b>	<b>(6,789)</b>	<b>(7,857)</b>
折舊和攤銷	(411)	(461)	(535)	(619)	(520)
員工成本	(1,139)	(1,519)	(1,574)	(2,030)	(2,355)
銷售及分銷成本(不包括員工成本、折舊和攤銷)	(2,708)	(3,252)	(3,396)	(3,999)	(4,619)
管理費用(不包括員工成本、折舊和攤銷)	(112)	(170)	(30)	(141)	(362)
其它運營費用	-	-	-	-	-
<b>息稅前收益</b>	<b>777</b>	<b>1,543</b>	<b>2,132</b>	<b>2,824</b>	<b>3,467</b>
融資成本淨額	10	(30)	(14)	13	40
合資及聯營企業	64	343	60	93	130
特殊項目	-	-	-	-	-
<b>稅前利潤</b>	<b>850</b>	<b>1,857</b>	<b>2,177</b>	<b>2,930</b>	<b>3,637</b>
所得稅	(135)	(357)	(512)	(586)	(691)
減: 非控制股東權益	0	0	0	0	0
<b>淨利潤</b>	<b>715</b>	<b>1,499</b>	<b>1,666</b>	<b>2,344</b>	<b>2,946</b>

### 現金流量表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
<b>息稅前利潤</b>	<b>777</b>	<b>1,543</b>	<b>2,132</b>	<b>2,824</b>	<b>3,467</b>
折舊和攤銷	411	461	535	619	708
營運資金變動	448	1,176	77	253	223
已繳納所得稅	(9)	(144)	(357)	(512)	(586)
其它	45	467	-	-	-
<b>經營活動所得現金流</b>	<b>1,672</b>	<b>3,503</b>	<b>2,386</b>	<b>3,184</b>	<b>3,812</b>
資本開支	(431)	(636)	(685)	(849)	(993)
聯營公司	(44)	(50)	-	-	-
利息收入	51	15	8	12	17
其它	(59)	97	40	49	62
<b>投資活動所得現金淨額</b>	<b>(483)</b>	<b>(573)</b>	<b>(638)</b>	<b>(787)</b>	<b>(914)</b>
股份發行	51	56	-	-	-
淨借貸	-	-	-	-	-
支付股息	-	(215)	(380)	(406)	(572)
其它	(117)	(490)	(54)	(36)	(23)
<b>融資活動所得現金淨額</b>	<b>(66)</b>	<b>(649)</b>	<b>(434)</b>	<b>(442)</b>	<b>(594)</b>
<b>現金增加淨額</b>	<b>1,123</b>	<b>2,282</b>	<b>1,315</b>	<b>1,954</b>	<b>2,304</b>
年初現金及現金等價物	2,529	3,672	5,961	7,276	9,231
匯兌	19	8	-	-	-
<b>年末現金及現金等價物</b>	<b>3,672</b>	<b>5,961</b>	<b>7,276</b>	<b>9,231</b>	<b>11,534</b>

### 資產負債表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
<b>非流動資產</b>	<b>2,341</b>	<b>4,008</b>	<b>4,210</b>	<b>4,520</b>	<b>4,919</b>
固定資產	830	1,039	1,230	1,504	1,820
無形資產和商譽	308	265	224	180	150
預付租金	103	115	115	115	115
合資及聯營公司投資	-	-	52	132	245
其它非流動資產	1,100	2,589	2,589	2,589	2,589
<b>流動資產</b>	<b>6,386</b>	<b>8,539</b>	<b>10,035</b>	<b>12,610</b>	<b>15,475</b>
現金及現金等價物	3,672	5,961	7,276	9,231	11,534
存貨	1,240	1,407	1,498	1,817	2,112
貿易和其他應收款	929	687	740	916	1,073
預付款	546	483	520	644	754
其它流動資產	0	1	1	1	1
<b>流動負債</b>	<b>2,777</b>	<b>4,717</b>	<b>5,129</b>	<b>6,075</b>	<b>6,965</b>
銀行貸款	-	-	-	-	-
應付款	1,133	1,348	1,435	1,740	2,024
應計費用和其他應付款	1,412	2,205	2,376	2,943	3,445
應付稅款	134	531	685	759	864
其它流動負債	98	633	633	633	633
<b>非流動負債</b>	<b>130</b>	<b>707</b>	<b>707</b>	<b>707</b>	<b>707</b>
銀行貸款	-	-	-	-	-
遞延收入	-	-	-	-	-
遞延所得稅	54	54	54	54	54
其它	77	653	653	653	653
<b>少數股東權益</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>淨資產總額</b>	<b>5,820</b>	<b>7,124</b>	<b>8,410</b>	<b>10,348</b>	<b>12,722</b>
<b>股東權益</b>	<b>5,820</b>	<b>7,124</b>	<b>8,410</b>	<b>10,348</b>	<b>12,722</b>

### 主要比率

年結:12月31日	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
<b>銷售組合(%)</b>					
經銷商銷售	46.7	49.5	49.0	47.4	45.8
直營銷售	29.8	26.1	23.3	22.5	22.3
電子商務	21.1	22.5	26.5	28.9	30.9
國際市場	2.4	1.9	1.3	1.1	1.0
<b>合計</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>
<b>盈利能力比率</b>					
毛利率	48.1	49.1	49.7	50.7	51.1
經營利潤率	7.4	11.1	14.3	15.3	16.0
稅前利率	8.1	13.4	14.6	15.8	16.8
淨利潤率	6.8	10.8	11.1	12.7	13.6
有效稅率	17.2	23.6	24.2	20.7	19.7
<b>資產負債比率</b>					
流動比率(X)	2.3	1.8	2.0	2.1	2.2
速動比率(X)	1.9	1.5	1.7	1.8	1.9
現金比率(X)	1.3	1.3	1.4	1.5	1.7
平均庫存周轉天數	112	105	105	105	105
平均應收款周轉天數	61	60	60	60	60
平均應付帳款天數	40	40	40	40	40
債務/股本比率(%)	0	0	0	0	0
淨負債/股東權益比率(%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
<b>回報率(%)</b>					
資本回報率	12.3	21.0	19.8	22.7	23.2
資產回報率	8.2	11.9	11.7	13.7	14.4
<b>每股數據(人民幣)</b>					
每股盈利(人民幣)	0.29	0.60	0.66	0.93	1.17
每股股息(人民幣)	0.09	0.15	0.17	0.23	0.29
每股帳面價值(人民幣)	2.41	2.90	3.42	4.21	5.18

資料來源: 公司及招銀國際證券預測

## 免責聲明及披露

### 分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

### 招銀國際證券投資評級

買入	: 股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

### 招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

### 招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

### 重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀國際證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表现亦不代表未來的表现，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀國際證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀國際證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他投資銀行相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

#### 對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)不時修訂之英國2000年金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀國際證券書面授權不得提供給其他任何人。

#### 對於接收此份報告的美國投資者

招銀國際證券不是在美國的註冊經紀交易商。因此，招銀國際證券不受美國就有關研究報告準備和研究分析員獨立性的規則的約束。負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，未在美國金融業監督局(“FINRA”)註冊或獲得研究分析師的資格。分析員不受旨在確保分析師不受可能影響研究報告可靠性的潛在利益衝突的相關FINRA規則的限制。本報告僅提供給美國1934年證券交易法(經修訂)規則15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。接收本報告的美國收件人如想根據本報告中提供的資訊進行任何買賣證券交易，都應僅通過美國註冊的經紀交易商來進行交易。

#### 對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司註冊號201731928D)在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構為制的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。