

李宁 (2331 HK)

乘国潮之风继续破浪

我们认为李宁在21财年上半年零售销售增长和经营杠杆仍相当出色。尽管上半年的净利率已超越了公司的长期目标，但我们仍保持乐观，因为国潮的狂热将继续为品牌提升开辟更多空间。因此我们重申买入评级，并上调目标价至 103.82 港元，基于 55 倍 22 财年市盈率（之前为 45 倍，考虑到近期的行业估值重估）。

- **21 财年上半年发布了盈喜，尽管预期偏高，但仍显著地好超预期。** 李宁预计 21 财年上半年净利润将同比增长 160% 以上，到至少 18 亿元人民币，好于预期 25%，主要是有以下因素：1) 60% 以上的销售增长（对比安踏集团的 50% 以上）和 2) 经营利润率的提高（意味着相当强劲的经营杠杆）。我们认为受惠于：1) 新疆棉花事件，2) 近期品牌升级（例如签约新品牌大使肖战）和 3) 零售折扣改善等等。
- **我们测算出来的 21 财年 2 季度零售销售增长没有出现明显放缓，而且 21 财年上半年，对比 19 财年上半年增长约 50%。** 鉴于李宁的批发业务性质（占 20 财年销售的约 48%），上半年 60% 的同比销售增长实际上意味着更快的零售销售增长，根据我们的估计，21 财年 2 季度的增速高达 70% 以上，相比第 1 季度的 85%-90%。这也意味着与 19 财年上半年相比，零售销售增长了 50%。
- **我们对 21 财年下半年及其长期利润率潜力保持乐观。** 2021 年 6 月的零售销售增长仍然很快（例如，618 节期间品牌在天猫的销售同比增长了约 38%），但与 2021 年 4 月相比，的确是有些放缓的，但我们并不感到惊讶。然而我们仍然对 21 财年下半年的盈利增长保持乐观，因为市场预期其实还算是比较保守，特别是在经营杠杆水平和净利润率的扩张方面（已实现了 18% 的净利润率，而 20 财年只为 12%，并好于管理层的长期目标，15% 以上），受惠于各种的增长动力：1) 国潮继续受到欢迎，2) 品牌力的提升去进一步提高平均售价，3) 新 CEO 领导下的效率提升等等。
- **维持买入评级并上调目标价至 103.82 港元。** 考虑到 20-23 财年核心净利润的复合增长率为 40%，我们认为目前的 44 倍 23 财年市盈率的估值仍然有吸引力。所以我们维持买入并将目标价上调至 103.82 港元，基于 55 倍 22 财年市盈率（之前为 45 倍）。我们上调了 21 财年/ 22 财年/ 23 财年的净利润 30%/ 24%/ 21%，以反映毛利润率和经营杠杆。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
营业额 (百万人民币)	13,870	14,457	19,884	24,432	27,846
同比增长 (%)	32.0	4.2	37.5	22.9	14.0
净利润 (百万人民币)	1,499	1,698	3,255	3,935	4,687
每股收益 (人民币)	0.60	0.68	1.30	1.57	1.87
每股收益变动 (%)	106.0	12.5	91.6	20.9	19.1
核心净利润 (百万人民币)	1,265	1,698	3,255	3,935	4,687
核心净利润变动 (%)	76.9	34.3	91.6	20.9	19.1
市场预期每股收益 (人民币)	n/a	n/a	0.99	1.29	1.63
市盈率 (x)	122.8	102.8	52.9	43.8	36.7
市帐率 (x)	25.5	19.6	14.7	11.7	9.4
股息率 (%)	0.2	0.3	0.6	0.7	0.8
权益收益率 (%)	21.0	19.5	28.5	27.3	26.2
财务杠杆 (x)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

数据来源：公司、彭博及招银国际证券预测

买入 (维持)

目标价	HK\$103.82
(此前目标价)	HK\$68.62)
潜在升幅	+25.7%
当前股价	HK\$82.60

中国体育用品行业

胡永匡

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

公司资料

市值(百万港元)	205,992
3 月平均流通量 (百万港元)	1,046.38
52 周内股价高/低 (港元)	86.15/ 23.3
总股本 (百万)	2,493.9

数据源：彭博

股东结构

李宁先生家族	10.95%
Citigroup Inc.	5.22%
黑石公司	5.08%
FMR LLC	4.93%
施罗德公司	4.93%
自由流通	68.89%

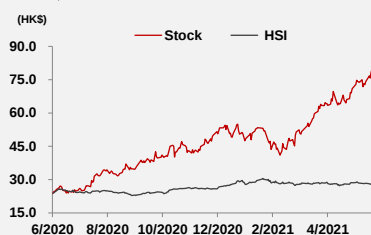
数据源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	19.7%	19.2%
3-月	60.5%	55.3%
6-月	65.2%	48.8%
12-月	230.4%	176.9%

数据源：彭博

股份表现



数据源：彭博

审计师：毕马威

请登录 2021 年亚洲货币券商投票网址，投下您对招银国际研究团队信任的一票：

<https://euromoney.com/brokers>

财务分析

利润表

年结:12月31日(百万人民币)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
销售收入	13,870	14,457	19,884	24,432	27,846
经销商销售	6,865	6,925	8,864	10,548	11,814
直销销售	3,620	3,267	4,901	5,979	6,816
电子商务	3,121	4,048	5,870	7,630	8,928
国际市场	264	217	249	274	288
销售成本	(7,064)	(7,363)	(9,705)	(11,976)	(13,601)
毛利	6,805	7,094	10,178	12,456	14,245
其它收入	139	331	239	293	334
营运支出	(5,401)	(5,230)	(6,432)	(8,048)	(9,067)
折旧和摊销	(461)	(576)	(643)	(586)	(668)
员工成本	(1,519)	(1,311)	(1,678)	(1,952)	(2,190)
销售及分销成本(不包括员工成本、折旧和摊销)	(3,252)	(3,398)	(3,986)	(5,099)	(5,750)
管理费用(不包括员工成本、折旧和摊销)	(170)	55	(125)	(409)	(458)
其它运营费用	-	-	-	-	-
息税前收益	1,543	2,196	3,985	4,701	5,512
融资成本净额	(30)	(32)	(16)	11	37
合资及联营企业	343	83	99	147	167
特殊项目	-	-	-	-	-
税前利润	1,857	2,248	4,068	4,858	5,716
所得税	(357)	(549)	(814)	(923)	(1,029)
减: 非控制股东权益	0	0	0	0	0
净利润	1,499	1,698	3,255	3,935	4,687

现金流量表

年结:12月31日(百万人民币)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
息税前利润	1,543	2,196	3,985	4,701	5,512
折旧和摊销	461	576	643	726	735
营运资金变动	1,176	142	449	372	280
已缴纳所得税	(144)	(589)	(549)	(814)	(923)
其它	467	439	-	-	-
经营活动所得现金流	3,503	2,763	4,527	4,985	5,604
资本开支	(636)	(594)	(817)	(1,004)	(1,144)
联营公司	(50)	(53)	-	-	-
利息收入	15	31	61	90	102
其它	97	(376)	(90)	(105)	(112)
投资活动所得现金净额	(573)	(992)	(846)	(1,019)	(1,154)
股份发行	56	189	-	-	-
净借贷	-	-	-	-	-
支付股息	(215)	(378)	(510)	(976)	(1,181)
其它	(490)	(325)	(62)	(51)	(41)
融资活动所得现金净额	(649)	(513)	(571)	(1,028)	(1,222)
现金增加净额	2,282	1,258	3,110	2,938	3,228
年初现金及现金等价物	3,672	5,961	7,187	10,297	13,236
汇兑	8	(33)	-	-	-
年末现金及现金等价物	5,961	7,187	10,297	13,236	16,464

资产负债表

年结:12月31日(百万人民币)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
非流动资产	4,008	4,817	5,166	5,667	6,332
固定资产	1,039	1,065	1,290	1,609	2,054
无形资产和商誉	265	357	442	567	722
预付租金	115	384	384	384	384
合资及联营公司投资	-	-	39	96	161
其它非流动资产	2,589	3,011	3,011	3,011	3,011
流动资产	8,539	9,777	13,782	17,526	21,345
现金及现金等价物	5,961	7,187	10,297	13,236	16,464
存货	1,407	1,346	1,774	2,189	2,486
贸易和其他应收款	687	659	906	1,113	1,269
预付款	483	584	803	987	1,125
其它流动资产	1	1	1	1	1
流动负债	4,717	5,015	6,623	7,911	8,887
银行贷款	-	-	-	-	-
应付款	1,348	1,227	1,618	1,996	2,267
应计费用和其他应付款	2,205	2,540	3,494	4,293	4,893
应付税款	531	592	856	966	1,071
其它流动负债	633	656	656	656	656
非流动负债	707	889	889	889	889
银行贷款	-	-	-	-	-
递延收入	-	-	-	-	-
递延所得税	54	64	64	64	64
其它	653	825	825	825	825
少数股东权益	-	-	-	-	-
净资产总额	7,124	8,689	11,435	14,394	17,900
股东权益	7,124	8,689	11,435	14,394	17,900

主要比率

年结:12月31日	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
销售组合 (%)					
经销商销售	49.5	47.9	44.6	43.2	42.4
直销销售	26.1	22.6	24.6	24.5	24.5
电子商务	22.5	28.0	29.5	31.2	32.1
国际市场	1.9	1.5	1.3	1.1	1.0
合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率					
毛利率	49.1	49.1	51.2	51.0	51.2
经营利润率	11.1	15.2	20.0	19.2	19.8
税前利率	13.4	15.5	20.5	19.9	20.5
净利润率	10.8	11.7	16.4	16.1	16.8
有效税率	23.6	25.4	20.5	19.6	18.5
资产负债比率					
流动比率 (X)	1.8	1.9	2.1	2.2	2.4
速动比率 (X)	1.5	1.7	1.8	1.9	2.1
现金比率 (X)	1.3	1.4	1.6	1.7	1.9
平均库存周转天数	105	105	105	105	105
平均应收款周转天数	60	60	60	60	60
平均应付帐款天数	40	40	40	40	40
债务/股本比率 (%)	1	1	1	1	1
净负债/股东权益比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率 (%)					
资本回报率	21.0	19.5	28.5	27.3	26.2
资产回报率	11.9	11.6	17.2	17.0	16.9
每股数据(人民币)					
每股盈利 (人民币)	0.60	0.68	1.30	1.57	1.87
每股股息 (人民币)	0.15	0.21	0.40	0.48	0.57
每股账面价值 (人民币)	2.90	3.54	4.66	5.86	7.29

数据来源: 公司及招银国际证券预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招銀國際證券投資評級

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招銀國際并未给予投资评级

招銀國際證券行業投資評級

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)为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为招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招銀國際證券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招銀國際證券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招銀國際證券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律責任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招銀國際證券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何責任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招銀國際證券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招銀國際證券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招銀國際證券不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析员不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构撰写的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律責任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。