

李寧 (2331 HK)

乘國潮之風繼續破浪

我們認為李寧在21財年上半的零售銷售增長和經營槓桿仍相當出色。儘管上半年的淨利率已超越了公司的長期目標，但我們仍保持樂觀，因為國潮的狂熱將繼續為品牌提升開闢更多空間。因此我們重申買入評級，並上調目標價至 103.82 港元，基於 55 倍 22 財年市盈率（之前為 45 倍，考慮到近期的行業估值重估）。

- **21 財年上半年發布了盈喜，儘管預期偏高，但仍顯著地好預預期。** 李寧預計 21 財年上半年淨利潤將同比增長 160% 以上，到至少 18 億元人民幣，好於預期 25%，主要是有以下因素：1) 60% 以上的銷售增長（對比安踏集團的 50% 以上）和 2) 經營利潤率的提高（意味着相當強勁的經營槓桿）。我們認為是受惠於：1) 新疆棉花事件，2) 近期品牌升級（例如簽約新品牌大使肖戰）和 3) 零售折扣改善等等。
- **我們測算出來的 21 財年 2 季度零售銷售增長沒有出現明顯放緩，而且 21 財年上半年，對比 19 財年上半年增長約 50%。** 鑑於李寧的批發業務性質（佔 20 財年銷售的約 48%），上半年 60% 的同比銷售增長實際上意味着更快的零售銷售增長，根據我們的估計，21 財年 2 季度的增速高達 70% 以上，相比第 1 季度的 85%-90%。這也意味着與 19 財年上半年相比，零售銷售增長了 50%。
- **我們對 21 財年下半年及其長期利潤率潛力保持樂觀。** 2021 年 6 月的零售銷售增長仍然很快（例如，618 節期間品牌在天貓的銷售同比增長了約 38%），但與 2021 年 4 月相比，的確是有些放緩的，但我們並不感到驚訝。然而我們仍然對 21 財年下半年的盈利增長保持樂觀，因為市場預期其實還算是比較保守，特別是在經營槓桿水平和淨利潤率的擴張方面（已實現了 18% 的淨利潤率，而 20 財年只為 12%，並好於管理層的長期目標，15% 以上），受惠於各種的增長動力：1) 國潮繼續受到歡迎，2) 品牌力的提升去進一步提高平均售價，3) 新 CEO 領導下的效率提升等等。
- **維持買入評級並上調目標價至 103.82 港元。** 考慮到 20-23 財年核心淨利潤的複合增長率為 40%，我們認為目前的 44 倍 23 財年市盈率的估值仍然有吸引力。所以我們維持買入並將目標價上調至 103.82 港元，基於 55 倍 22 財年市盈率（之前為 45 倍）。我們上調了 21 財年/ 22 財年/ 23 財年的淨利潤 30%/ 24%/ 21%，以反映毛利潤率和經營槓桿。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
營業額 (百萬人民幣)	13,870	14,457	19,884	24,432	27,846
同比增長 (%)	32.0	4.2	37.5	22.9	14.0
淨利潤 (百萬人民幣)	1,499	1,698	3,255	3,935	4,687
每股收益 (人民幣)	0.60	0.68	1.30	1.57	1.87
每股收益變動 (%)	106.0	12.5	91.6	20.9	19.1
核心淨利潤 (百萬人民幣)	1,265	1,698	3,255	3,935	4,687
核心淨利潤變動 (%)	76.9	34.3	91.6	20.9	19.1
市場預期每股收益 (人民幣)	n/a	n/a	0.99	1.29	1.63
市盈率 (x)	122.8	102.8	52.9	43.8	36.7
市帳率 (x)	25.5	19.6	14.7	11.7	9.4
股息率 (%)	0.2	0.3	0.6	0.7	0.8
權益收益率 (%)	21.0	19.5	28.5	27.3	26.2
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、彭博及招銀國際證券預測

買入 (維持)

目標價	HK\$103.82
(此前目標價)	HK\$68.62)
潛在升幅	+25.7%
當前股價	HK\$82.60

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)	205,992
3 月平均流通量(百萬港元)	1,046.38
52 周內股價高/低(港元)	86.15/ 23.3
總股本(百萬)	2,493.9

資料來源：彭博

股東結構

李甯先生家族	10.95%
Citigroup Inc.	5.22%
黑石公司	5.08%
FMR LLC	4.93%
施羅德公司	4.93%
自由流通	68.89%

資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	19.7%	19.2%
3-月	60.5%	55.3%
6-月	65.2%	48.8%
12-月	230.4%	176.9%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：畢馬威

請登錄 2021 年亞洲貨幣券商投票網址，投下您對招銀國際研究團隊信任的一票：

<https://euromoney.com/brokers>

財務分析

利潤表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
銷售收入	13,870	14,457	19,884	24,432	27,846
經銷商銷售	6,865	6,925	8,864	10,548	11,814
直營銷售	3,620	3,267	4,901	5,979	6,816
電子商務	3,121	4,048	5,870	7,630	8,928
國際市場	264	217	249	274	288
銷售成本	(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
營運支出	(5,401)	(5,230)	(6,432)	(8,048)	(9,067)
折舊和攤銷	(461)	(576)	(643)	(586)	(668)
員工成本	(1,519)	(1,311)	(1,678)	(1,952)	(2,190)
銷售及分銷成本(不包括員工成本、折舊和攤銷)	(3,252)	(3,398)	(3,986)	(5,099)	(5,750)
管理費用(不包括員工成本、折舊和攤銷)	(170)	55	(125)	(409)	(458)
其它運營費用	-	-	-	-	-
息稅前收益	1,543	2,196	3,985	4,701	5,512
融資成本淨額	(30)	(32)	(16)	11	37
合資及聯營企業	343	83	99	147	167
特殊項目	-	-	-	-	-
稅前利潤	1,857	2,248	4,068	4,858	5,716
所得稅	(357)	(549)	(814)	(923)	(1,029)
減: 非控制股東權益	0	0	0	0	0
淨利潤	1,499	1,698	3,255	3,935	4,687

現金流量表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
息稅前利潤	1,543	2,196	3,985	4,701	5,512
折舊和攤銷	461	576	643	726	735
營運資金變動	1,176	142	449	372	280
已繳納所得稅	(144)	(589)	(549)	(814)	(923)
其它	467	439	-	-	-
經營活動所得現金流	3,503	2,763	4,527	4,985	5,604
資本開支	(636)	(594)	(817)	(1,004)	(1,144)
聯營公司	(50)	(53)	-	-	-
利息收入	15	31	61	90	102
其它	97	(376)	(90)	(105)	(112)
投資活動所得現金淨額	(573)	(992)	(846)	(1,019)	(1,154)
股份發行	56	189	-	-	-
淨借貸	-	-	-	-	-
支付股息	(215)	(378)	(510)	(976)	(1,181)
其它	(490)	(325)	(62)	(51)	(41)
融資活動所得現金淨額	(649)	(513)	(571)	(1,028)	(1,222)
現金增加淨額	2,282	1,258	3,110	2,938	3,228
年初現金及現金等價物	3,672	5,961	7,187	10,297	13,236
匯兌	8	(33)	-	-	-
年末現金及現金等價物	5,961	7,187	10,297	13,236	16,464

資產負債表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
非流動資產	4,008	4,817	5,166	5,667	6,332
固定資產	1,039	1,065	1,290	1,609	2,054
無形資產和商譽	265	357	442	567	722
預付租金	115	384	384	384	384
合資及聯營公司投資	-	-	39	96	161
其它非流動資產	2,589	3,011	3,011	3,011	3,011
流動資產	8,539	9,777	13,782	17,526	21,345
現金及現金等價物	5,961	7,187	10,297	13,236	16,464
存貨	1,407	1,346	1,774	2,189	2,486
貿易和其他應收款	687	659	906	1,113	1,269
預付款	483	584	803	987	1,125
其它流動資產	1	1	1	1	1
流動負債	4,717	5,015	6,623	7,911	8,887
銀行貸款	-	-	-	-	-
應付款	1,348	1,227	1,618	1,996	2,267
應計費用和其他應付款	2,205	2,540	3,494	4,293	4,893
應付稅款	531	592	856	966	1,071
其它流動負債	633	656	656	656	656
非流動負債	707	889	889	889	889
銀行貸款	-	-	-	-	-
遞延收入	-	-	-	-	-
遞延所得稅	54	64	64	64	64
其它	653	825	825	825	825
少數股東權益	-	-	-	-	-
淨資產總額	7,124	8,689	11,435	14,394	17,900
股東權益	7,124	8,689	11,435	14,394	17,900

主要比率

年結:12月31日	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
銷售組合 (%)					
經銷商銷售	49.5	47.9	44.6	43.2	42.4
直營銷售	26.1	22.6	24.6	24.5	24.5
電子商務	22.5	28.0	29.5	31.2	32.1
國際市場	1.9	1.5	1.3	1.1	1.0
合計	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
經營利潤率	11.1	15.2	20.0	19.2	19.8
稅前利率	13.4	15.5	20.5	19.9	20.5
淨利潤率	10.8	11.7	16.4	16.1	16.8
有效稅率	23.6	25.4	20.5	19.6	18.5
資產負債比率					
流動比率 (X)	1.8	1.9	2.1	2.2	2.4
速動比率 (X)	1.5	1.7	1.8	1.9	2.1
現金比率 (X)	1.3	1.4	1.6	1.7	1.9
平均庫存周轉天數	105	105	105	105	105
平均應收款周轉天數	60	60	60	60	60
平均應付帳款天數	40	40	40	40	40
債務/股本比率 (%)	1	1	1	1	1
淨負債/股東權益比率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
回報率 (%)					
資本回報率	21.0	19.5	28.5	27.3	26.2
資產回報率	11.9	11.6	17.2	17.0	16.9
每股數據(人民幣)					
每股盈利(人民幣)	0.60	0.68	1.30	1.57	1.87
每股股息(人民幣)	0.15	0.21	0.40	0.48	0.57
每股帳面價值(人民幣)	2.90	3.54	4.66	5.86	7.29

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。