

# 李宁 (2331 HK)

## 21年初至今的零售流水增长相当亮丽

李宁品牌在21年初至今的零售流水增长相当强劲，所以我们相信公司在21财年的表现将继续优于行业，受惠于：1) 品牌受欢迎程度的提高，2) 毛利率的快速修复，和3) 扎实的成本管控。随着公司改革的实施，我们对其净利润率的长期潜力感到更乐观。因此我们重申买入评级，并上调目标价至68.62港元，基于45倍22财年市盈率（之前为48倍22财年市盈率，以反映最近的行业估回调）。

- 20财年业绩符合预期。**销售和核心净利润分别同比增长4%和34%，分别比我们预期低3%和高2%。略逊于预期的线下销售增长和毛利率被超预期成本控制所抵消（尤其是广告费用和人工）。尽管20财年下半年毛利率持平，在48.8%（19财年下半年为48.6%），但20财年下半年净利润率却显著提高至12.3%（19财年下半年为9.2%），所以这也加强了我们对其改革和加速增长的信心。
- 21年初至今零售流水增长亮眼。**公司对于21财年的增长指引是上市公司销售增长20-25%，而零售流水则增长18%-23%（在线下/线上和批发/零售都差不多）。但我们认为这是十分保守的，因为：1) 2021年1月-3月中旬的线下零售同比增长已经达到约70%（与2019年相比增长30%），远远快于我们对2021年1季度增长34%的预测，2) 渠道库存状况十分健康，3) 门店数量亦会恢复增长（中国李宁将增加约100家门店），销售面积增长则会加速。
- 21财年净利润率达到13%，长期来看说达到15%以上都不是很激进的预测。**公司还计划在21财年将净利润率提高1个百分点，我们认为同样也是太过保守的，因为：1) 零售折扣只是恢复75%（20财年的水平，与正常水平相比，还是低了中单位数）都已经能提高毛利率0.6-0.7个百分点；2) 随着自营销的增长再次加速，渠道组合亦会更优；3) 初始加价率还是有提升空间，因为品牌力还在提升（同时引入更多高端和功能性的产品）以及成本和供应链还在优化当中。此外，每年仍然可以通过经营杠杆来实现0.6-0.7个百分点的经营利润率提升（假设15-20%的销售复合年增长率）。
- 维持买入评级，上调目标价至68.62港元。**因为三年应占核心净利润复合年增长率仍然快速，在32%，我们维持买入评级，并上调目标价至68.62港元，基于45倍22财年市盈率（由48倍下调）。我们认为目前的31倍22财年市盈率的估值是十分吸引人的。我们将21/22财年应占净利润预测上调7%/8%，以考虑到更好的毛利率和经营杠杆的改善。

### 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	18,097	21,333	24,313
同比增长(%)	32.0	4.2	25.2	17.9	14.0
净利润(百万人民币)	1,499	1,698	2,504	3,179	3,880
每股收益(人民币)	0.60	0.68	1.00	1.27	1.54
每股收益变动(%)	106.0	12.5	47.4	27.0	22.1
核心净利润(百万人民币)	1,265	1,698	2,504	3,179	3,880
核心净利润变动(%)	76.9	34.3	47.4	27.0	22.1
市场预期每股收益(人民币)	n/a	n/a	0.88	1.14	n/a
市盈率(x)	70.5	59.0	39.5	31.1	25.5
市帐率(x)	14.6	11.3	9.1	7.4	6.0
股息率(%)	0.4	0.5	0.8	1.0	1.2
权益收益率(%)	21.0	19.5	23.4	24.2	24.2
财务杠杆(x)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

资料来源：公司、彭博及招银国际证券预测

### 买入 (维持)

目标价	HK\$68.62
(此前目标价)	HK\$67.66)
潜在升幅	+44.6%
当前股价	HK\$47.45

### 中国体育用品行业

#### 胡永匡

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

#### 公司数据

市值(百万港元)	118,110
3月平均流通量(百万港元)	610.03
52周内股价高/低(港元)	57.6/ 16.0
总股本(百万)	2,489.1

资料来源：彭博

#### 股东结构

李宁先生家族	14.23%
FMR LLC	4.94%
施罗德公司	4.94%
黑石公司	4.84%
自由流通	70.05%

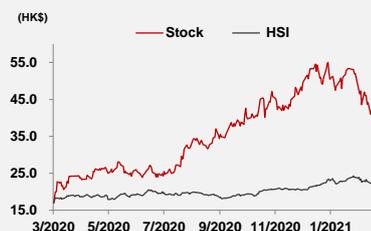
资料来源：港交所

#### 股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-8.7%	-3.5%
3-月	2.5%	-6.3%
6-月	28.1%	8.0%
12-月	169.3%	111.8%

资料来源：彭博

#### 股份表现



资料来源：彭博

审计师：毕马威

## 财务分析

### 利润表

年结:12月31日(百万人民币)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
<b>销售收入</b>	<b>13,870</b>	<b>14,457</b>	<b>18,097</b>	<b>21,333</b>	<b>24,313</b>
经销商销售	6,865	6,925	8,310	9,473	10,610
直营销售	3,620	3,267	4,084	4,778	5,447
电子商务	3,121	4,048	5,465	6,831	7,992
国际市场	264	217	239	250	263
<b>销售成本</b>	<b>(7,064)</b>	<b>(7,363)</b>	<b>(8,907)</b>	<b>(10,396)</b>	<b>(11,787)</b>
<b>毛利</b>	<b>6,805</b>	<b>7,094</b>	<b>9,190</b>	<b>10,937</b>	<b>12,525</b>
<b>其它收入</b>	<b>139</b>	<b>331</b>	<b>217</b>	<b>256</b>	<b>292</b>
<b>营运支出</b>	<b>(5,401)</b>	<b>(5,230)</b>	<b>(6,349)</b>	<b>(7,400)</b>	<b>(8,259)</b>
折旧和摊销	(461)	(533)	(612)	(512)	(584)
员工成本	(1,519)	(1,311)	(1,614)	(1,877)	(2,106)
销售及分销成本(不包括员工成本,折旧和摊销)	(3,252)	(3,398)	(3,969)	(4,625)	(5,150)
管理费用(不包括员工成本,折旧和摊销)	(170)	12	(154)	(386)	(418)
其它运营费用	-	-	-	-	-
<b>息税前收益</b>	<b>1,543</b>	<b>2,196</b>	<b>3,058</b>	<b>3,793</b>	<b>4,558</b>
融资成本净额	(30)	(32)	(18)	4	28
合资及联营企业	343	83	90	128	146
特殊项目	-	-	-	-	-
<b>税前利润</b>	<b>1,857</b>	<b>2,248</b>	<b>3,130</b>	<b>3,925</b>	<b>4,732</b>
所得税	(357)	(549)	(626)	(746)	(852)
减: 非控制股东权益	0	0	0	0	0
<b>净利润</b>	<b>1,499</b>	<b>1,698</b>	<b>2,504</b>	<b>3,179</b>	<b>3,880</b>

### 现金流量表

年结:12月31日(百万人民币)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
<b>息税前利润</b>	<b>1,543</b>	<b>2,196</b>	<b>3,058</b>	<b>3,793</b>	<b>4,558</b>
折旧和摊销	461	533	612	698	707
营运资金变动	1,176	201	302	266	245
已缴纳所得税	(144)	(357)	(549)	(626)	(746)
其它	467	(337)	-	-	-
<b>经营活动所得现金流</b>	<b>3,503</b>	<b>2,236</b>	<b>3,423</b>	<b>4,131</b>	<b>4,765</b>
资本开支	(636)	(663)	(830)	(978)	(1,115)
联营公司	(50)	-	-	-	-
利息收入	15	11	12	17	19
其它	97	35	43	55	69
<b>投资活动所得现金净额</b>	<b>(573)</b>	<b>(617)</b>	<b>(775)</b>	<b>(906)</b>	<b>(1,027)</b>
股份发行	56	-	-	-	-
净借贷	-	58	-	-	-
支付股息	(215)	(380)	(510)	(751)	(954)
其它	(490)	(71)	(62)	(51)	(41)
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>(649)</b>	<b>(393)</b>	<b>(571)</b>	<b>(803)</b>	<b>(995)</b>
<b>现金增加净额</b>	<b>2,282</b>	<b>1,226</b>	<b>2,077</b>	<b>2,422</b>	<b>2,743</b>
年初现金及现金等价物	3,672	5,961	7,187	9,264	11,686
汇兑	8	-	-	-	-
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>5,961</b>	<b>7,187</b>	<b>9,264</b>	<b>11,686</b>	<b>14,430</b>

### 资产负债表

年结:12月31日(百万人民币)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
<b>非流动资产</b>	<b>4,008</b>	<b>4,817</b>	<b>5,113</b>	<b>5,505</b>	<b>6,039</b>
固定资产	1,039	1,065	1,327	1,638	2,067
无形资产和商誉	265	357	313	283	261
预付租金	115	384	384	384	384
合资及联营公司投资	-	-	79	190	316
其它非流动资产	2,589	3,011	3,011	3,011	3,011
<b>流动资产</b>	<b>8,539</b>	<b>9,777</b>	<b>12,449</b>	<b>15,421</b>	<b>18,675</b>
现金及现金等价物	5,961	7,187	9,264	11,686	14,430
存货	1,407	1,346	1,628	1,900	2,154
贸易和其他应收款	687	659	825	972	1,108
预付款	483	584	731	862	982
其它流动资产	1	1	1	1	1
<b>流动负债</b>	<b>4,717</b>	<b>5,015</b>	<b>5,989</b>	<b>6,925</b>	<b>7,787</b>
银行贷款	-	-	-	-	-
应付款	1,348	1,227	1,485	1,733	1,965
应计费用和其他应付款	2,205	2,540	3,180	3,749	4,272
应付税款	531	592	669	788	894
其它流动负债	633	656	656	656	656
<b>非流动负债</b>	<b>707</b>	<b>889</b>	<b>889</b>	<b>889</b>	<b>889</b>
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
<b>少数股东权益</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>净资产总额</b>	<b>7,124</b>	<b>8,689</b>	<b>10,684</b>	<b>13,112</b>	<b>16,038</b>
<b>股东权益</b>	<b>7,124</b>	<b>8,689</b>	<b>10,684</b>	<b>13,112</b>	<b>16,038</b>

### 主要比率

年结:12月31日	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
<b>销售组合(%)</b>					
经销商销售	49.5	47.9	45.9	44.4	43.6
直营销售	26.1	22.6	22.6	22.4	22.4
电子商务	22.5	28.0	30.2	32.0	32.9
国际市场	1.9	1.5	1.3	1.2	1.1
<b>合计</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	49.1	49.1	50.8	51.3	51.5
经营利润率	11.1	15.2	16.9	17.8	18.7
税前利率	13.4	15.5	17.3	18.4	19.5
净利润率	10.8	11.7	13.8	14.9	16.0
有效税率	23.6	25.4	20.6	19.6	18.6
<b>资产负债比率</b>					
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	2.0	2.1
现金比率(X)	1.3	1.4	1.5	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
<b>回报率(%)</b>					
资本回报率	21.0	19.5	23.4	24.2	24.2
资产回报率	11.9	11.6	14.3	15.2	15.7
<b>每股数据(人民币)</b>					
每股盈利(人民币)	0.60	0.68	1.00	1.27	1.54
每股股息(人民币)	0.15	0.21	0.31	0.39	0.47
每股账面价值(人民币)	2.90	3.54	4.35	5.34	6.53

资料来源: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于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。

### 招银国际证券投资评级

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	: 招银国际并未给予投资评级

### 招银国际证券行业投资评级

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

### 招银国际证券有限公司

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

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

### 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。招银国际证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。招银国际证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银国际证券编写，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责任。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。招银国际证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责任。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，未经招银国际证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

招银国际证券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际证券不受美国就有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编制的报告。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责任。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。