

李宁 (2331 HK)

20 财年 1 季度略超预期，复苏领先同业

我们仍然很看好李宁，主要是因为：1) 20 财年 1 季度公司表现领先同业，4 月上旬显著复苏，以及 2) 营运资金管理稳健（我们相信库存水平健康并且可控）。因此，我们重申买入评级，并将目标价微调至 29.73 港元，基于 30 倍 21 财年预测市盈率，不变。

- **20 财年 1 季度零售业流水坚挺，略超预期并领先同业。** 李宁今年 1 季度的零售流水同比下跌高双位数，略好于招银国际证券估计的 21% 下跌，表现比安踏（低 20% 下跌），宝胜（25% 下跌）和 Kappa（高 20% 下跌）坚挺，仅次于 FILA（中单位数下跌）。
- **电子商务强劲，弥补了批发和直接零售的疲软。** 我们认为公司 1 季度表现略超预期的原因是强劲的电商销售。电商业务在今年 1 季度仍有低双位数同比增长，仅由去年四季度的低四成增长略为下滑。公司主要压力来自直接零售/批发管道，两个管道的销售去年 4 季度分别录得高双位数/四成低位数增长，但今年 1 季度则下跌了中三成/高双位数。
- **没有公布 20 财年 1 季度同店增长数据，但可以理解。** 李宁未有公布今年首季同店增长数据，我们相信在新冠肺炎疫情下部份门店曾经暂时关闭，会影响营业门店的数字基础，因此此项数据的意义确实不大。
- **20 财年 4 季度订货会的销售增长将在中期业绩时公布，我们并不担心这次的表现。** 部份投资者或对公司暂停公布订货会销售数字表示忧虑，但我们对此并不太担心，原因是：1) 订货会只是推迟举行（通常在 3 月下旬举行），由此未有相关数字，2) 去年第四季以及今年春节的冬季服装销售稳健，售罄比率高。
- **20 财年 1 季度约有 200 家门店关门，但对销售和净利润影响有限。** 李宁在今年首季关闭了 224 家门店（自营零售/批发业务门店分别 26 家/198 家），对比去年第四季下跌了 3.5%。我们对此并不担心，因为：1) 这些门店一般业绩不佳，通常录得亏损，平均门店销售比较低；2) 公司在 20 财年，仍预计李宁核心品牌净增加 20-30 家新门店。
- **维持买入评级，上调目标价至 29.73 港元。** 我们维持买入评级，目标价微调至 29.73 港元，维持 30 倍 21 财年预测市盈率，不变，亦预期调整后的 3 年净利润复合年增长率为 31%。公司目前估值为 25 倍 21 财年预测市盈率，估值十分吸引。我们将 20/21/22 财年每股盈利预测调整 -4.0%/ +0.3%/ +0.8%，以反映今年首季批发业务有所改善/直接零售疲弱。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
营业额 (百万人民币)	10,511	13,870	15,372	18,523	21,271
同比增长 (%)	18.4	32.0	10.8	20.5	14.8
净利润 (百万人民币)	715	1,499	1,571	2,209	2,730
每股收益 (人民币)	0.29	0.60	0.63	0.89	1.09
每股收益变动 (%)	38.0	106.0	4.8	40.6	23.6
核心净利润 (百万人民币)	715	1,265	1,571	2,209	2,730
核心净利润变动 (%)	38.8	76.9	24.2	40.6	23.6
市场预期每股收益 (人民币)	n/a	n/a	0.63	0.86	1.05
市盈率 (x)	73.0	36.1	34.4	24.5	19.8
市帐率 (x)	8.8	7.5	6.4	5.3	4.3
股息率 (%)	0.4	0.7	0.7	1.0	1.3
权益收益率 (%)	13.1	23.2	20.4	23.9	24.3
财务杠杆 (x)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

资料来源：公司及招银国际证券预测

买入 (维持)

目标价	HK\$29.73
(此前目标价)	HK\$29.63)
潜在升幅	+22.6%
当前股价	HK\$24.25

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)	59,696
3 月平均流通量 (百万港元)	473.33
52 周内股价高/低 (港元)	27.7/12.4
总股本 (百万)	2,461.7

数据源：彭博

股东结构

李宁先生家族	14.23%
黑石公司	6.89%
施罗德公司	6.06%
FMR LLC	5.26%
自由流通	67.56%

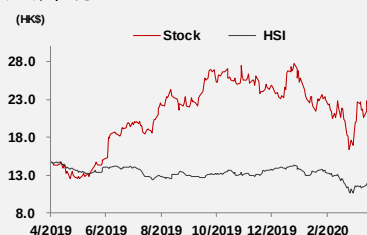
数据源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	48.2%	35.5%
3-月	-12.5%	4.3%
6-月	-9.2%	-0.5%
12-月	71.0%	110.2%

数据源：彭博

股份表现



数据源：彭博

审计师：毕马威

近期报告

1. 李宁 (2331 HK, 买入) - 行业领先的势头和复苏 - 2020 年 4 月 9 日
2. 李宁 (2331 HK, 买入) - 销售增长指引保守，但毛利率指引强劲 - 2019 年 8 月 15 日

财务分析

利润表

年结:12月31日(百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
销售收入	10,511	13,870	15,372	18,523	21,271
鞋类	4,909	6,865	7,593	8,732	9,693
服饰	3,132	3,620	3,585	4,481	5,109
配件	2,218	3,121	3,941	5,045	6,205
	252	264	252	264	264
销售成本	(5,458)	(7,064)	(7,810)	(9,320)	(10,653)
毛利	5,053	6,805	7,561	9,203	10,618
其它收入	95	139	85	102	117
营运支出	(4,370)	(5,401)	(5,852)	(6,767)	(7,591)
折旧和摊销	(410)	(429)	(502)	(589)	(511)
员工成本	(1,139)	(1,519)	(1,727)	(1,951)	(2,155)
销售及分销成本(不包括员工成本、折旧和摊销)	(2,708)	(3,252)	(3,457)	(4,030)	(4,545)
管理费用(不包括员工成本、折旧和摊销)	(113)	(201)	(166)	(197)	(380)
其它运营费用	-	-	-	-	-
息税前收益	777	1,543	1,794	2,538	3,145
融资成本净额	10	(30)	30	44	57
合资及联营企业	64	343	92	111	128
特殊项目	-	-	-	-	-
税前利润	850	1,857	1,916	2,694	3,329
所得税	(135)	(357)	(345)	(485)	(599)
减: 非控制股东权益	0	0	0	0	0
净利润	715	1,499	1,571	2,209	2,730

现金流量表

年结:12月31日(百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
息税前利润	777	1,543	1,794	2,538	3,145
折旧和摊销	410	429	502	589	676
营运资金变动	448	1,344	106	223	194
已缴纳所得税	(9)	(135)	(357)	(345)	(485)
其它	46	-	-	-	-
经营活动所得现金流	1,672	3,181	2,044	3,005	3,529
资本开支	(431)	(624)	(692)	(834)	(957)
联营公司	(44)	-	-	-	-
利息收入	51	278	75	90	103
其它	(59)	29	39	48	60
投资活动所得现金净额	(483)	(318)	(578)	(696)	(794)
股份发行	51	-	-	-	-
净借贷	-	10	-	-	-
支付股息	-	(215)	(380)	(387)	(544)
其它	(117)	(369)	(9)	(4)	(4)
融资活动所得现金净额	(66)	(573)	(389)	(391)	(548)
现金增加净额	1,123	2,290	1,078	1,918	2,188
年初现金及现金等价物	2,529	3,672	5,961	7,039	8,957
汇兑	19	-	-	-	-
年末现金及现金等价物	3,672	5,961	7,039	8,957	11,145

资产负债表

年结:12月31日(百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
非流动资产	2,341	4,008	4,215	4,481	4,788
固定资产	830	1,039	1,246	1,515	1,809
无形资产和商誉	308	265	248	223	211
预付租金	103	115	115	115	115
合资及联营公司投资	-	-	18	39	63
其它非流动资产	1,100	2,589	2,589	2,589	2,589
流动资产	6,386	8,539	9,892	12,377	15,062
现金及现金等价物	3,672	5,961	7,039	8,957	11,145
存货	1,240	1,407	1,556	1,857	2,122
贸易和其他应收款	929	687	761	917	1,053
预付款	546	483	535	645	741
其它流动资产	0	1	1	1	1
流动负债	2,777	4,717	5,085	6,014	6,820
银行贷款	-	-	-	-	-
应付款	1,133	1,348	1,491	1,779	2,033
应计费用和其他应付款	1,412	2,205	2,444	2,945	3,382
应付税款	134	531	518	658	772
其它流动负债	98	633	633	633	633
非流动负债	130	707	707	707	707
银行贷款	-	-	-	-	-
递延收入	-	-	-	-	-
递延所得税	54	54	54	54	54
其它	77	653	653	653	653
少数股东权益	-	-	-	-	-
净资产总额	5,820	7,124	8,316	10,137	12,323
股东权益	5,820	7,124	8,316	10,137	12,323

主要比率

年结:12月31日	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
销售组合 (%)					
鞋类	46.7	49.5	49.4	47.1	45.6
服饰	29.8	26.1	23.3	24.2	24.0
配件	21.1	22.5	25.6	27.2	29.2
合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率					
毛利率	48.1	49.1	49.2	49.7	49.9
经营利润率	7.4	11.1	11.7	13.7	14.8
税前利率	8.1	13.4	12.5	14.5	15.6
净利润率	6.8	10.8	10.2	11.9	12.8
有效税率	17.2	23.6	18.9	18.8	18.7
资产负债比率					
流动比率 (X)	2.3	1.8	1.9	2.1	2.2
速动比率 (X)	1.9	1.5	1.6	1.7	1.9
现金比率 (X)	1.3	1.3	1.4	1.5	1.6
平均库存周转天数	112	105	105	105	105
平均应收款周转天数	61	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	0	0
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	12.3	21.0	18.9	21.8	22.2
资产回报率	8.2	11.9	11.1	13.1	13.8
每股数据(人民币)					
每股盈利 (人民币)	0.29	0.60	0.63	0.89	1.09
每股股息 (人民币)	0.09	0.15	0.16	0.22	0.27
每股账面价值 (人民币)	2.41	2.90	3.39	4.13	5.02

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責任。任何使用本报告信息所作的投资决策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

本报告仅提供给美国1934年证券交易法规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士。

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。