

李寧 (2331 HK)

20 財年 1 季度略超預期，復蘇領先同業

我們仍然很看好李寧，主要是因為：1) 20 財年 1 季度公司表現領先同業，4 月上旬顯著復蘇，以及 2) 營運資金管理穩健（我們相信庫存水平健康並且可控）。因此，我們重申買入評級，並將目標價微調至 29.73 港元，基於 30 倍 21 財年預測市盈率，不變。

- **20 財年 1 季度零售業流水堅挺，略超預期並領先同業。**李寧今年 1 季度的零售流水同比下跌高雙位數，略好於招銀國際證券估計的 21% 下跌，表現比安踏（低 20% 下跌），寶勝（25% 下跌）和 Kappa（高 20% 下跌）堅挺，僅次於 FILA（中單位數下跌）。
- **電子商務強勁，彌補了批發和直接零售的疲軟。**我們認為公司 1 季度表現略超預期的原因是強勁的電商銷售。電商業務在今年 1 季度仍有低雙位數同比增長，僅由去年四季度的低四成增長略為下滑。公司主要壓力來自直接零售/批發管道，兩個管道的銷售去年 4 季度分別錄得高雙位數/四成低位數增長，但今年 1 季度則下跌了中三成/高雙位數。
- **沒有公佈 20 財年 1 季度同店增長數據，但可以理解。**李寧未有公佈今年首季同店增長數據，我們相信在新冠肺炎疫情下部份門店曾經暫時關閉，會影響營業門店的數字基礎，因此此項數據的意義確實不大。
- **20 財年 4 季度訂貨會的銷售增長將在中期業績時公佈，我們並不擔心這次的表現。**部份投資者或對公司暫停公佈訂貨會銷售數字表示憂慮，但我們對此並不太擔心，原因是：1) 訂貨會只是推遲舉行（通常在 3 月下旬舉行），由此未有相關數字，2) 去年第四季以及今年春節的冬季服裝銷售穩健，售罄比率高。
- **20 財年 1 季度約有 200 家門店關閉，但對銷售和淨利潤影響有限。**李寧在今年首季關閉了 224 家門店（自營零售/批發業務門店分別 26 家/198 家），對比去年第四季下跌了 3.5%。我們對此並不擔心，因為：1) 這些門店一般業績不佳，通常錄得虧損，平均門店銷售比較低；2) 公司在 20 財年，仍預計李寧核心品牌淨增加 20-30 家新門店。
- **維持買入評級，上調目標價至 29.73 港元。**我們維持買入評級，目標價微調至 29.73 港元，維持 30 倍 21 財年預測市盈率，不變，亦預期調整後的 3 年淨利潤複合年增長率為 31%。公司目前估值為 25 倍 21 財年預測市盈率，估值十分吸引。我們將 20/21/22 財年每股盈利預測調整 -4.0%/ +0.3%/ +0.8%，以反映今年首季批發業務有所改善/直接零售疲弱。

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	15,372	18,523	21,271
同比增長 (%)	18.4	32.0	10.8	20.5	14.8
淨利潤 (百萬人民幣)	715	1,499	1,571	2,209	2,730
每股收益 (人民幣)	0.29	0.60	0.63	0.89	1.09
每股收益變動 (%)	38.0	106.0	4.8	40.6	23.6
核心淨利潤 (百萬人民幣)	715	1,265	1,571	2,209	2,730
核心淨利潤變動 (%)	38.8	76.9	24.2	40.6	23.6
市場預期每股收益 (人民幣)	n/a	n/a	0.63	0.86	1.05
市盈率 (x)	73.0	36.1	34.4	24.5	19.8
市帳率 (x)	8.8	7.5	6.4	5.3	4.3
股息率 (%)	0.4	0.7	0.7	1.0	1.3
權益收益率 (%)	13.1	23.2	20.4	23.9	24.3
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\$29.73
(此前目標價)	HK\$29.63)
潛在升幅	+22.6%
當前股價	HK\$24.25

中國體育用品行業

胡永匡

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

公司數據

市值(百萬港元)	59,696
3 月平均流通量 (百萬港元)	473.33
52 周內股價高/低 (港元)	27.7/12.4
總股本 (百萬)	2,461.7

數據源：彭博

股東結構

李甯先生家族	14.23%
黑石公司	6.89%
施羅德公司	6.06%
FMR LLC	5.26%
自由流通	67.56%

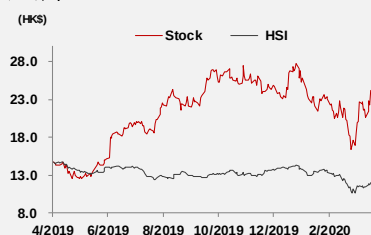
數據源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	48.2%	35.5%
3-月	-12.5%	4.3%
6-月	-9.2%	-0.5%
12-月	71.0%	110.2%

數據源：彭博

股份表現



數據源：彭博

審計師：畢馬威

近期報告

1. 李寧 (2331 HK, 買入) - 行業領先的勢頭和復蘇 - 2020 年 4 月 9 日
2. 李寧 (2331 HK, 買入) - 銷售增長指引保守，但毛利率指引強勁 - 2019 年 8 月 15 日

財務分析

利潤表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
銷售收入	10,511	13,870	15,372	18,523	21,271
鞋類	4,909	6,865	7,593	8,732	9,693
服飾	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
銷售成本	(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
營運支出	(4,370)	(5,401)	(5,852)	(6,767)	(7,591)
折舊和攤銷	(410)	(429)	(502)	(589)	(511)
員工成本	(1,139)	(1,519)	(1,727)	(1,951)	(2,155)
銷售及分銷成本(不包括員工成本、折舊和攤銷)	(2,708)	(3,252)	(3,457)	(4,030)	(4,545)
管理費用(不包括員工成本、折舊和攤銷)	(113)	(201)	(166)	(197)	(380)
其它運營費用	-	-	-	-	-
息稅前收益	777	1,543	1,794	2,538	3,145
融資成本淨額	10	(30)	30	44	57
合資及聯營企業	64	343	92	111	128
特殊項目	-	-	-	-	-
稅前利潤	850	1,857	1,916	2,694	3,329
所得稅	(135)	(357)	(345)	(485)	(599)
減: 非控制股東權益	0	0	0	0	0
淨利潤	715	1,499	1,571	2,209	2,730

現金流量表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
息稅前利潤	777	1,543	1,794	2,538	3,145
折舊和攤銷	410	429	502	589	676
營運資金變動	448	1,344	106	223	194
已繳納所得稅	(9)	(135)	(357)	(345)	(485)
其它	46	-	-	-	-
經營活動所得現金流	1,672	3,181	2,044	3,005	3,529
資本開支	(431)	(624)	(692)	(834)	(957)
聯營公司	(44)	-	-	-	-
利息收入	51	278	75	90	103
其它	(59)	29	39	48	60
投資活動所得現金淨額	(483)	(318)	(578)	(696)	(794)
股份發行	51	-	-	-	-
淨借貸	-	10	-	-	-
支付股息	-	(215)	(380)	(387)	(544)
其它	(117)	(369)	(9)	(4)	(4)
融資活動所得現金淨額	(66)	(573)	(389)	(391)	(548)
現金增加淨額	1,123	2,290	1,078	1,918	2,188
年初現金及現金等價物	2,529	3,672	5,961	7,039	8,957
匯兌	19	-	-	-	-
年末現金及現金等價物	3,672	5,961	7,039	8,957	11,145

資產負債表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
非流動資產	2,341	4,008	4,215	4,481	4,788
固定資產	830	1,039	1,246	1,515	1,809
無形資產和商譽	308	265	248	223	211
預付租金	103	115	115	115	115
合資及聯營公司投資	-	-	18	39	63
其它非流動資產	1,100	2,589	2,589	2,589	2,589
流動資產	6,386	8,539	9,892	12,377	15,062
現金及現金等價物	3,672	5,961	7,039	8,957	11,145
存貨	1,240	1,407	1,556	1,857	2,122
貿易和其他應收款	929	687	761	917	1,053
預付款	546	483	535	645	741
其它流動資產	0	1	1	1	1
流動負債	2,777	4,717	5,085	6,014	6,820
銀行貸款	-	-	-	-	-
應付款	1,133	1,348	1,491	1,779	2,033
應計費用和其他應付款	1,412	2,205	2,444	2,945	3,382
應付稅款	134	531	518	658	772
其它流動負債	98	633	633	633	633
非流動負債	130	707	707	707	707
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
少數股東權益	-	-	-	-	-
淨資產總額	5,820	7,124	8,316	10,137	12,323
股東權益	5,820	7,124	8,316	10,137	12,323

主要比率

年結:12月31日	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
銷售組合(%)					
鞋類	46.7	49.5	49.4	47.1	45.6
服飾	29.8	26.1	23.3	24.2	24.0
配件	21.1	22.5	25.6	27.2	29.2
	2.4	1.9	1.6	1.4	1.2
合計	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
經營利潤率	7.4	11.1	11.7	13.7	14.8
稅前利率	8.1	13.4	12.5	14.5	15.6
淨利潤率	6.8	10.8	10.2	11.9	12.8
有效稅率	17.2	23.6	18.9	18.8	18.7
資產負債比率					
流動比率(X)	2.3	1.8	1.9	2.1	2.2
速動比率(X)	1.9	1.5	1.6	1.7	1.9
現金比率(X)	1.3	1.3	1.4	1.5	1.6
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(%)	1	1	1	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
回報率(%)					
資本回報率	12.3	21.0	18.9	21.8	22.2
資產回報率	8.2	11.9	11.1	13.1	13.8
每股數據(人民幣)					
每股盈利(人民幣)	0.29	0.60	0.63	0.89	1.09
每股股息(人民幣)	0.09	0.15	0.16	0.22	0.27
每股賬面價值(人民幣)	2.41	2.90	3.39	4.13	5.02

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。報告所載數據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。而過去的表現亦不代表未來的表現，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。

本報告包含的任何信息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數據。報告中的信息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。任何使用本報告信息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信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、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信息，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

本報告僅提供給美國1934年證券交易法規則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士。

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編寫的報告。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。