

# 李寧 (2331 HK)

## 21年初至今的零售流水增長相當亮麗

李寧品牌在 21 年初至今的零售流水增長相當強勁，所以我們相信公司在 21 財年的表現將繼續優於行業，受惠於：1) 品牌受歡迎程度的提高，2) 毛利率的快速修復，和 3) 扎實的成本管控。隨著公司改革的實施，我們對其淨利潤率的長期潛力感到更樂觀。因此我們重申買入評級，並上調目標價至 68.62 港元，基於 45 倍 22 財年市盈率（之前為 48 倍 22 財年市盈率，以反映最近的行業估回檔）。

- **20 財年業績符合預期。**銷售和核心淨利潤分別同比增長 4% 和 34%，分別比我們預期低 3% 和高 2%。略遜於預期的線下銷售增長和毛利率被超預期成本控制所抵消（尤其是廣告費用和人工）。儘管 20 財年下半年毛利率持平，在 48.8%（19 財年下半年為 48.6%），但 20 財年下半年淨利潤率卻顯著提高至 12.3%（19 財年下半年為 9.2%），所以這也加強了我們對其改革和加速增長的信心。
- **21 年初至今零售流水增長亮眼。**公司對於 21 財年的增長指引是上市公司銷售增長 20-25%，而零售流水則增長 18%-23%（線上下/線上和批發/零售都差不多）。但我們認為這是十分保守的，因為：1) 2021 年 1 月-3 月中旬的線下零售同比增長已經達到約 70%（與 2019 年相比增長 30%），遠遠快於我們對 2021 年 1 季度增長 34% 的預測，2) 管道庫存狀況十分健康，3) 門店數量亦會恢復增長（中國李寧將增加約 100 家門店），銷售面積增長則會加速。
- **21 財年淨利潤率達到 13%，長期來看說達到 15% 以上都不是很激進的預測。**公司還計畫在 21 財年將淨利潤率提高 1 個百分點，我們認為同樣也是太過保守的，因為：1) 零售折扣只是恢復 75%（20 財年的水準，與正常水準相比，還是低了中單位數）都已經能提高毛利率 0.6-0.7 個百分點；2) 隨著自營銷售的增長再次加速，管道組合亦會更優；3) 初始加價率還是有提升空間，因為品牌力還在提升（同時引入更多高端和功能性的產品）以及成本和供應鏈還在優化當中。此外，每年仍然可以通過經營杠杆來實現 0.6-0.7 百分點的經營利潤率提升（假設 15-20% 的銷售複合年增長率）。
- **維持買入評級，上調目標價至 68.62 港元。**因為三年應佔核心淨利潤複合年增長率仍然快速，在 32%，我們維持買入評級，並上調目標價至 68.62 港元，基於 45 倍 22 財年市盈率（由 48 倍下調）。我們認為目前的 31 倍 22 年財年市盈率的估值是十分吸引人的。我們將 21/22 財年應佔淨利潤預測上調 7% / 8%，以考慮到更好的毛利率和經營杠杆的改善。

### 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 | 18,097 | 21,333 | 24,313 |
| 同比增長 (%)       | 32.0   | 4.2    | 25.2   | 17.9   | 14.0   |
| 淨利潤 (百萬人民幣)    | 1,499  | 1,698  | 2,504  | 3,179  | 3,880  |
| 每股收益 (人民幣)     | 0.60   | 0.68   | 1.00   | 1.27   | 1.54   |
| 每股收益變動 (%)     | 106.0  | 12.5   | 47.4   | 27.0   | 22.1   |
| 核心淨利潤 (百萬人民幣)  | 1,265  | 1,698  | 2,504  | 3,179  | 3,880  |
| 核心淨利潤變動 (%)    | 76.9   | 34.3   | 47.4   | 27.0   | 22.1   |
| 市場預期每股收益 (人民幣) | n/a    | n/a    | 0.88   | 1.14   | n/a    |
| 市盈率 (x)        | 70.5   | 59.0   | 39.5   | 31.1   | 25.5   |
| 市帳率 (x)        | 14.6   | 11.3   | 9.1    | 7.4    | 6.0    |
| 股息率 (%)        | 0.4    | 0.5    | 0.8    | 1.0    | 1.2    |
| 權益收益率 (%)      | 21.0   | 19.5   | 23.4   | 24.2   | 24.2   |
| 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\$68.62 |
| (此前目標價) | HK\$67.66 |
| 潛在升幅    | +44.6%    |
| 當前股價    | HK\$47.45 |

### 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)        | 118,110    |
| 3 月平均流通量 (百萬港元) | 610.03     |
| 52 周內股價高/低 (港元) | 57.6/ 16.0 |
| 總股本 (百萬)        | 2,489.1    |

資料來源：彭博

#### 股東結構

|         |        |
|---------|--------|
| 李甯先生家族  | 14.23% |
| FMR LLC | 4.94%  |
| 施羅德公司   | 4.94%  |
| 黑石公司    | 4.84%  |
| 自由流通    | 70.05% |

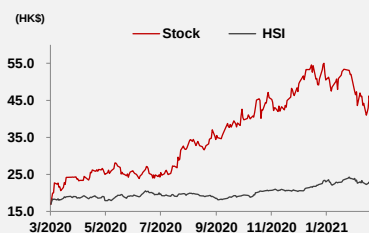
資料來源：港交所

#### 股價表現

|      | 絕對回報   | 相對回報   |
|------|--------|--------|
| 1-月  | -8.7%  | -3.5%  |
| 3-月  | 2.5%   | -6.3%  |
| 6-月  | 28.1%  | 8.0%   |
| 12-月 | 169.3% | 111.8% |

資料來源：彭博

#### 股份表現



資料來源：彭博

審計師：畢馬威

## 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  | 18,097  | 21,333   | 24,313   |
| 經銷商銷售                  | 6,865   | 6,925   | 8,310   | 9,473    | 10,610   |
| 直營銷售                   | 3,620   | 3,267   | 4,084   | 4,778    | 5,447    |
| 電子商務                   | 3,121   | 4,048   | 5,465   | 6,831    | 7,992    |
| 國際市場                   | 264     | 217     | 239     | 250      | 263      |
| 銷售成本                   | (7,064) | (7,363) | (8,907) | (10,396) | (11,787) |
| 毛利                     | 6,805   | 7,094   | 9,190   | 10,937   | 12,525   |
| 其它收入                   | 139     | 331     | 217     | 256      | 292      |
| 營運支出                   | (5,401) | (5,230) | (6,349) | (7,400)  | (8,259)  |
| 折舊和攤銷                  | (461)   | (533)   | (612)   | (512)    | (584)    |
| 員工成本                   | (1,519) | (1,311) | (1,614) | (1,877)  | (2,106)  |
| 銷售及分銷成本(不包括員工成本、折舊和攤銷) | (3,252) | (3,398) | (3,969) | (4,625)  | (5,150)  |
| 管理費用(不包括員工成本、折舊和攤銷)    | (170)   | 12      | (154)   | (386)    | (418)    |
| 其它運營費用                 | -       | -       | -       | -        | -        |
| 息稅前收益                  | 1,543   | 2,196   | 3,058   | 3,793    | 4,558    |
| 融資成本淨額                 | (30)    | (32)    | (18)    | 4        | 28       |
| 合資及聯營企業                | 343     | 83      | 90      | 128      | 146      |
| 特殊項目                   | -       | -       | -       | -        | -        |
| 稅前利潤                   | 1,857   | 2,248   | 3,130   | 3,925    | 4,732    |
| 所得稅                    | (357)   | (549)   | (626)   | (746)    | (852)    |
| 減: 非控制股東權益             | 0       | 0       | 0       | 0        | 0        |
| 淨利潤                    | 1,499   | 1,698   | 2,504   | 3,179    | 3,880    |

### 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 | 3,058 | 3,793  | 4,558   |
| 折舊和攤銷            | 461   | 533   | 612   | 698    | 707     |
| 營運資金變動           | 1,176 | 201   | 302   | 266    | 245     |
| 已繳納所得稅           | (144) | (357) | (549) | (626)  | (746)   |
| 其它               | 467   | (337) | -     | -      | -       |
| 經營活動所得現金流        | 3,503 | 2,236 | 3,423 | 4,131  | 4,765   |
| 資本開支             | (636) | (663) | (830) | (978)  | (1,115) |
| 聯營公司             | (50)  | -     | -     | -      | -       |
| 利息收入             | 15    | 11    | 12    | 17     | 19      |
| 其它               | 97    | 35    | 43    | 55     | 69      |
| 投資活動所得現金淨額       | (573) | (617) | (775) | (906)  | (1,027) |
| 股份發行             | 56    | -     | -     | -      | -       |
| 淨借貸              | -     | 58    | -     | -      | -       |
| 支付股息             | (215) | (380) | (510) | (751)  | (954)   |
| 其它               | (490) | (71)  | (62)  | (51)   | (41)    |
| 融資活動所得現金淨額       | (649) | (393) | (571) | (803)  | (995)   |
| 現金增加淨額           | 2,282 | 1,226 | 2,077 | 2,422  | 2,743   |
| 年初現金及現金等價物       | 3,672 | 5,961 | 7,187 | 9,264  | 11,686  |
| 匯兌               | 8     | -     | -     | -      | -       |
| 年末現金及現金等價物       | 5,961 | 7,187 | 9,264 | 11,686 | 14,430  |

### 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 | 5,113  | 5,505  | 6,039  |
| 固定資產             | 1,039 | 1,065 | 1,327  | 1,638  | 2,067  |
| 無形資產和商譽          | 265   | 357   | 313    | 283    | 261    |
| 預付租金             | 115   | 384   | 384    | 384    | 384    |
| 合資及聯營公司投資        | -     | -     | 79     | 190    | 316    |
| 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 | 12,449 | 15,421 | 18,675 |
| 現金及現金等價物         | 5,961 | 7,187 | 9,264  | 11,686 | 14,430 |
| 存貨               | 1,407 | 1,346 | 1,628  | 1,900  | 2,154  |
| 貿易和其他應收款         | 687   | 659   | 825    | 972    | 1,108  |
| 預付款              | 483   | 584   | 731    | 862    | 982    |
| 其它流動資產           | 1     | 1     | 1      | 1      | 1      |
| 流動負債             | 4,717 | 5,015 | 5,989  | 6,925  | 7,787  |
| 銀行貸款             | -     | -     | -      | -      | -      |
| 應付款              | 1,348 | 1,227 | 1,485  | 1,733  | 1,965  |
| 應計費用和其他應付款       | 2,205 | 2,540 | 3,180  | 3,749  | 4,272  |
| 應付稅款             | 531   | 592   | 669    | 788    | 894    |
| 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 | 10,684 | 13,112 | 16,038 |
| 股東權益             | 7,124 | 8,689 | 10,684 | 13,112 | 16,038 |

### 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  | 45.9  | 44.4  | 43.6  |
| 直營銷售          | 26.1  | 22.6  | 22.6  | 22.4  | 22.4  |
| 電子商務          | 22.5  | 28.0  | 30.2  | 32.0  | 32.9  |
| 國際市場          | 1.9   | 1.5   | 1.3   | 1.2   | 1.1   |
| 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  | 50.8  | 51.3  | 51.5  |
| 經營利潤率         | 11.1  | 15.2  | 16.9  | 17.8  | 18.7  |
| 稅前利率          | 13.4  | 15.5  | 17.3  | 18.4  | 19.5  |
| 淨利潤率          | 10.8  | 11.7  | 13.8  | 14.9  | 16.0  |
| 有效稅率          | 23.6  | 25.4  | 20.6  | 19.6  | 18.6  |
| 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   | 2.0   | 2.1   |
| 現金比率(X)       | 1.3   | 1.4   | 1.5   | 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  | 23.4  | 24.2  | 24.2  |
| 資產回報率         | 11.9  | 11.6  | 14.3  | 15.2  | 15.7  |
| 每股數據(人民幣)     |       |       |       |       |       |
| 每股盈利(人民幣)     | 0.60  | 0.68  | 1.00  | 1.27  | 1.54  |
| 每股股息(人民幣)     | 0.15  | 0.21  | 0.31  | 0.39  | 0.47  |
| 每股帳面價值(人民幣)   | 2.90  | 3.54  | 4.35  | 5.34  | 6.53  |

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編制的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券期貨法》(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。