



# 李宁 (2331.HK): 短期股价大幅回调带来绝佳入场机会

市场震荡期间, 李宁较低的投资风险、较低的估值水平、强大的基本面以及未来利润的高速增长都将使其更具吸引力。

- 逢低买入的好机会:** 受短期市场整体风险上升的影响, 运动服饰企业的股价大幅受挫, 而李宁股价在过去一周的跌幅超过 23%。在我们看来, 这一波下跌主要是市场恐慌情绪所造成, 与李宁公司以及运动服饰行业的基本面表现并无关系。我们认为这波回调将使市场更加偏向于投资风险较低的投资标的, 而李宁的“单一品牌+聚焦中国市场”的策略预计将使李宁进一步得到市场的青睐。考虑到目前较有吸引力的估值水平以及即将到来的半年报业绩对市场的提振作用, 我们建议投资人考虑逢低布局。**较低的投资风险:** 作为国家重点扶持的产业, 中国运动服饰行业享有较多政策红利。过去 10 年间, 中国政府颁布了一系列支持中国体育产业的政策, 旨在促进中国体育行业的发展, 激发民众对运动的热情, 提高民众的体育参与度。与此同时, 我们认为李宁的“单一品牌+聚焦中国市场”的策略大大降低了其地域风险和政治风险, 使其成为所有运动服饰上市公司中较为安全的投资标的。
- 较低的估值水平:** 据我们保守预测, 李宁未来两年净利润的复合增长率为 62%。而这波回调以后, 李宁目前交易在 45x 2022E, 相当于 0.7x PEG, 处于较有吸引力的水平。在“国潮”的持续推动下, 我们相信李宁作为中国龙头运动服饰品牌, 将在未来两年内继续受到市场追捧, 支撑其股价持续上行。
- 李宁-中国运动服饰行业首选:** 我们认为李宁是唯一一家收入增长和利润率提升双重驱动的中国运动服饰公司。我们预计李宁未来三年的净利润复合增长率在 48%, 高于大部分竞争对手。更重要的是, 基于李宁强大的品牌力、产品创新力和严格的渠道库存管理能力, 李宁未来的增长具有相对较强的确定性。同时, “中国李宁”作为国潮的代表, 也为公司未来的成长带来巨大的想象空间。我们重申“买入”评级。李宁依然是我们中国运动服饰行业的首选。
- 投资风险:** 行业需求放缓、市场竞争加剧、疫情的反复。

图表 1: 盈利预测和财务指标

百万人民币	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	13,870	14,457	19,873	24,834	28,566
同比变动 (%)	32.0%	4.2%	37.5%	25.0%	15.0%
归母净利润	1,499	1,698	3,048	4,398	5,481
同比变动 (%)	109.6%	13.3%	79.4%	44.3%	24.6%
PE (X)	119	89	65	45	36
ROE (%)	23.2%	21.5%	31.3%	35.9%	35.3%

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

林闲嘉

消费分析师

richard\_lin@spdbi.com

(852) 2808 6433

胡泽宇 CFA

助理分析师

ryan\_hu@spdbi.com

(852) 2808 6446

2021 年 7 月 27 日

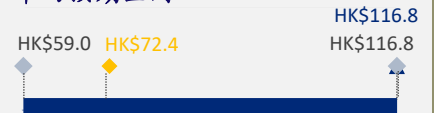
## 评级

**买入**

目标价 (港元)	116.8
潜在升幅/降幅	+61%
目前股价 (港元)	72.4
52 周内股价区间 (港元)	24.3-105.0
总市值 (百万港元)	180,508
近 3 月日均成交额 (百万港元)	1,263

注: 截至 2021 年 7 月 27 日收盘价

## 市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源: Bloomberg、浦银国际

## 股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际

## 相关报告:

《中国运动服饰: 新趋势与全渠道推动行业龙头持续高速增长》

## 财务报表分析与预测 - 李宁

### 利润表

(百万人民币)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>13,870</b>	<b>14,457</b>	<b>19,873</b>	<b>24,834</b>	<b>28,566</b>
同比	32%	4%	37%	25%	15%
销售成本	-7,064	-7,363	-9,648	-11,750	-13,201
<b>毛利</b>	<b>6,805</b>	<b>7,094</b>	<b>10,225</b>	<b>13,084</b>	<b>15,365</b>
毛利率	49%	49%	51%	53%	54%
销售费用	-4,445	-4,425	-5,640	-6,674	-7,469
管理费用	-956	-836	-774	-803	-832
其他经营收入及收益(损失)	139	362	120	120	120
<b>经营溢利</b>	<b>1,543</b>	<b>2,196</b>	<b>3,931</b>	<b>5,726</b>	<b>7,183</b>
经营利润率	11%	15%	20%	23%	25%
净融资成本	-30	-32	-16	2	25
<b>税前溢利</b>	<b>1,857</b>	<b>2,248</b>	<b>4,010</b>	<b>5,825</b>	<b>7,307</b>
所得税开支	-357	-549	-962	-1,427	-1,827
所得税率	19%	24%	24%	25%	25%
少数股东权益	0	0	0	0	0
<b>归母净利润</b>	<b>1,499</b>	<b>1,698</b>	<b>3,048</b>	<b>4,398</b>	<b>5,481</b>
归母净利润率	11%	12%	15%	18%	19%
同比	110%	13%	79%	44%	25%

### 现金流量表

(百万人民币)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
除所得税前溢利	1,857	2,248	4,010	5,825	7,307
折旧	780	967	466	546	593
摊销	77	61	45	48	51
融资开支净额	-59	-87	-41	-59	-82
其他	-185	22	0	0	0
未计营运资金变动前之经营溢利	2,470	3,211	4,480	6,360	7,868
存货减少/(增加)	-176	81	-478	-397	-274
应收贸易款项(增加)/减少	260	-4	-376	-190	-184
其他应收款项减少/(增加)	61	-68	-34	-25	-19
应付贸易款项(减少)/增加	215	-121	491	374	258
其他应付款项及应计费用增加	817	253	877	843	635
受限制银行存款减少/(增加)	-1	0	0	0	0
已付所得税	-144	-589	-962	-1,427	-1,827
<b>经营活动所得(所用)现金净额</b>	<b>3,503</b>	<b>2,763</b>	<b>3,998</b>	<b>5,538</b>	<b>6,457</b>
购入物业、机器及设备	-636	-594	-480	-518	-560
购入土地使用权	0	-94	4	4	4
购入无形资产	-50	-152	-44	-48	-51
已收取利息	155	169	51	69	92
其他	-43	-320	0	0	0
<b>投资活动所用现金净额</b>	<b>-573</b>	<b>-992</b>	<b>-470</b>	<b>-493</b>	<b>-514</b>
股份发行	56	189	0	0	0
为限制性股份奖励计划而购入之股份	-163	0	0	0	0
新增借贷	0	0	0	0	0
偿还借贷	0	0	0	0	0
已付股利	-215	-378	-967	-1,422	-1,922
已付利息	0	0	-10	-10	-10
其他	-326	-325	1	0	0
<b>融资活动(所用)所得现金净额</b>	<b>-649</b>	<b>-513</b>	<b>-976</b>	<b>-1,432</b>	<b>-1,932</b>
现金及现金等价物变动	2,282	1,258	2,553	3,613	4,011
于年初的现金及现金等价物	3,672	5,961	7,187	9,740	13,353
现金及现金等价物汇兑差额	8	-33	0	0	0
于年末的现金及现金等价物	<b>5,961</b>	<b>7,187</b>	<b>9,740</b>	<b>13,353</b>	<b>17,365</b>

### 资产负债表

(百万人民币)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
物业、机器及设备	1,039	1,065	1,079	1,051	1,019
使用权资产	981	1,066	1,066	1,066	1,066
土地使用权	72	166	162	159	155
无形资产	193	191	190	190	190
其他	1,723	2,329	2,329	2,329	2,329
<b>非流动资产</b>	<b>4,008</b>	<b>4,817</b>	<b>4,827</b>	<b>4,795</b>	<b>4,759</b>
存货	1,407	1,346	1,824	2,221	2,496
应收贸易款项	687	659	1,035	1,225	1,409
其他应收款项—即期部分	39	65	99	124	143
受限制银行存款	1	1	0	0	0
现金及等同现金项目	5,961	7,187	9,740	13,353	17,365
其他	443	519	519	519	519
<b>流动资产</b>	<b>8,539</b>	<b>9,777</b>	<b>13,217</b>	<b>17,442</b>	<b>21,931</b>
应付贸易款项	1,348	1,227	1,718	2,092	2,351
租赁负债—即期部分	337	361	361	361	361
其他应付款项及应计费用	2,174	2,501	3,378	4,222	4,856
当期所得税负债	531	592	592	592	592
其他	327	334	334	334	334
<b>流动负债</b>	<b>4,717</b>	<b>5,015</b>	<b>6,384</b>	<b>7,601</b>	<b>8,494</b>
租赁负债	557	689	689	689	689
其他	149	201	201	201	201
<b>非流动负债</b>	<b>707</b>	<b>889</b>	<b>889</b>	<b>889</b>	<b>889</b>
股本	214	228	228	228	228
储备	6,907	8,459	10,540	13,516	17,075
非控制性权益	3	3	3	3	3
<b>权益</b>	<b>7,124</b>	<b>8,689</b>	<b>10,770</b>	<b>13,747</b>	<b>17,306</b>

### 财务和估值比率

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>每股数据(人民币)</b>					
摊薄每股收益	0.51	0.68	1.22	1.77	2.20
每股销售额	5.56	5.76	7.98	9.97	11.47
每股股息	0.15	0.20	0.49	0.71	0.88
<b>同比变动</b>					
收入	32%	4%	37%	25%	15%
经营溢利	99%	42%	79%	46%	25%
归母净利润	110%	13%	79%	44%	25%
摊薄每股收益	74%	33%	81%	44%	25%
<b>费用与利润率</b>					
毛利率	49%	49%	51%	53%	54%
经营利润率	11%	15%	20%	23%	25%
归母净利润率	11%	12%	15%	18%	19%
<b>回报率</b>					
平均股本回报率	23%	21%	31%	36%	35%
平均资产回报率	14%	13%	19%	22%	22%
<b>资产效率</b>					
库存周转天数	69	69	69	69	69
应收账款周转天数	21	17	19	18	18
应付账款周转天数	65	65	65	65	65
<b>财务杠杆</b>					
流动比率(x)	1.8	1.9	2.1	2.3	2.6
速动比率(x)	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5
现金比率(x)	1.3	1.4	1.5	1.8	2.0
负债/权益(%)					
<b>估值</b>					
市盈率(x)	118.6	89.0	64.7	44.8	36.0
市销率(x)	10.8	10.5	7.5	6.0	5.2
股息率	0%	0%	1%	1%	1%

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

**图表 2：中国主要承办的国际体育赛事**

年份	地点	体育项目
2008	北京	2008 年奥运会
2009	哈尔滨	2009 年冬季世界大学生运动会
2010	广州	2010 亚运会
2011	深圳	2011 年夏季世界大学生运动会
2011	上海	2011 年世界游泳锦标赛
2013	南京	2013 年亚洲青年运动会
2014	南京	2014 年夏季青年奥林匹克运动会
2014	武汉	2014 年亚洲杯篮球赛
2014	南宁	2014 年世界体操锦标赛
2015	武汉	2015 年亚洲田径锦标赛
2015	武汉	2015 年东亚杯男子足球赛
2015	苏州	2015 年世界乒乓球锦标赛
2018	无锡	2018 年世界剑击锦标赛
2019	北京	2019 年国际篮联篮球世界杯
2019	绍兴	2019 世界女子排球锦标赛
2021E	汕头	2021 年亚洲青年运动会
2022E	北京	2022 年冬季奥林匹克运动会
2022E	杭州	2022 年亚运会
2023E	北京、天津等 10 个城市	2023 年亚足联亚洲杯

资料来源：浦银国际

**图表 3：中国推出的刺激体育行业增长的政策**

政策	发布时间	政策目标
《国务院关于加快发展体育产业，促进体育消费的若干意见》	2014 年 10 月	中国计划到二零二五年，建立门类齐全的体育产业，提供完善的体育机制，同时合理分配体育资源。到二零二五年，中国体育产业的市场规模有望超过人民币 5.0 万亿元。
《国家体育总局体育产业发展“十三五”规划》	2016 年 7 月	中国计划到二零二零年，体育产业的市场规模增至人民币 3.0 万亿元，从业人员总数超过 6 百万人。此外，到二零二零年，人均体育场地面积有望超过 1.8 平方米，中国的人均体育消费额占人均居民可支配收入比例超过 2.5%。
《国务院办公厅关于加快发展健身休闲产业的指导意见》	2016 年 10 月	中国健身休闲产业是体育产业的重要子行业，到二零二五年，其市场规模有望超过人民币 3.0 万亿元。
《“十三五”公共体育普及工程 2020 年第一批中央预算内投资》	2020 年 3 月	共安排中央资金 24 亿元，支持 24 个省（区、市）及 15 个社会足球场地设施建设重点推进城市的社会足球场地、易地扶贫搬迁安置点全民健身中心等项目建设。
《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	2021 年 3 月	计划于 2035 年建成体育强国、健康中国。

资料来源：浦银国际

图表 4: SPDBI 目标价: 李宁



注: 截至 2021 年 7 月 27 日收盘价; Ⓢ 卖出、Ⓣ 持有、ⓐ 买入。

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 5: SPDBI 消费行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (港币)	评级	目标价 (港币)	评级及目标价 发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	72.4	买入	116.8	2021 年 7 月 6 日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	156.5	买入	225.7	2021 年 7 月 6 日	运动服饰品牌
6110 HK Equity	滔搏	9.3	买入	15.6	2021 年 7 月 6 日	运动服饰零售
3813 HK Equity	宝胜国际	1.5	买入	2.1	2021 年 7 月 6 日	运动服饰零售

资料来源: Bloomberg、浦银国际。截至 2021 年 7 月 27 日收盘价



## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

### 美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 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士。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。

### 英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

### 权益披露

- 1) 浦银国际持有本报告所述公司(李宁 2331.HK)的财务权益或持有股份。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

## 评级定义

### 证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

### 行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

## 分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

### 浦银国际证券机构销售团队

#### 王奕旻

stephy\_wang@spdbi.com

852-2808 6467

### 浦银国际证券财富管理团队

#### 华政

sarah\_hua@spdbi.com

852-2808 6474

#### 陈岑

angel\_chen@spdbi.com

852-2808 6475

### 浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: [www.spdbi.com](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼