



## 李宁 (2331.HK): 品牌力提升与门店扩张有望助力 2022 年收入增长超预期

- 股价表现与零售流水不符:** 根据十月下旬公布的三季度运营数据, 李宁三季度的零售流水同比增长 40% 以上, 远高于其他中国运动服饰品牌 (大多在 10-15%)。然而, 在过去两个月里 (10 月 15 日至 12 月 15 日), 李宁的股价仅上涨 6%, 表现并未明显优于主要竞争对手。我们认为这主要是由以下三个原因造成的: (1) 面对较高的基数, 市场对于李宁 2022 年上半年的零售流水前景缺乏足够信心; (2) 市场对于李宁十月底的新股增发有所疑虑, 尤其对所谓的新品类不明就里; (3) 市场对李宁相对较高的估值水平望而却步。在我们看来, 市场对李宁未来两年的增长有所低估。随着李宁品牌力继续加强、李宁店铺重新开始扩张、新品类 (尤其是李宁 1990) 持续推出市场, 市场对李宁的投资情绪将会大幅回升, 股价与零售流水表现之间的错位也将逐渐减小。
- 2022 年收入增长有望超预期:** 李宁在 2021 年 1Q/2Q/3Q 的零售流水分别同比增长超 80%/90%/40%。考虑到较高的基数, 市场普遍对李宁 2022 年的收入增长存有疑虑。我们认为市场很可能忽视了以下三点: (1) 在连续三个季度净关店以后, 李宁在 3Q21 重新净开店, 并将在 2022 年持续店铺扩张。这将推动 2022 年零售流水与收入的增长; (2) 李宁 1H21 的批发业务收入 (sell-in) 同比增长 (40-50% 的高段) 远低于其批发业务零售流水 (sell-through) 的增长 (80-90% 高段)。也就是说渠道可能长期处于缺货状态; (3) 李宁在 2021 年的零售折扣持续同比改善, 体现了强劲的市场需求。我们认为以上三点说明李宁 2022 年收入有着较大的增长空间, 并有望超过市场预期。
- 维持李宁行业首选不变:** 我们依然认为, 李宁在众多中国运动服饰品牌中具有最强的增长潜力与确定性。我们相信李宁持续强化的品牌力、不断提升运营效率以及严格的渠道库存管理将长期驱动其收入高速增长以及毛利率持续扩张。我们维持目前的盈利预测以及目标价 HK\$116.8 不变。李宁依然是浦银运动服饰行业首选标的。
- 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	20,960	25,892	31,114
同比变动 (%)	32.0%	4.2%	45.0%	23.5%	20.2%
归母净利润	1,499	1,698	3,537	4,468	5,613
同比变动 (%)	109.6%	13.3%	108.2%	26.3%	25.6%
PE (X)	143	108	50	43	34
ROE (%)	23.2%	21.5%	35.6%	35.3%	35.2%

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

2021 年 12 月 15 日

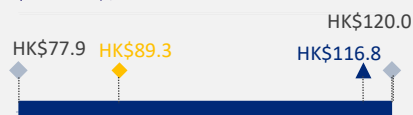
### 评级

**买入**

目标价 (港元)	116.8
潜在升幅/降幅	+31%
目前股价 (港元)	89.3
52 周内股价区间 (港元)	39.6-108.2
总市值 (百万港元)	233,788
近 3 月日均成交额 (百万港元)	1,382

注: 截至 2021 年 12 月 15 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



扫码关注浦银国际研究

## 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>20,960</b>	<b>25,892</b>	<b>31,114</b>
同比	32%	4%	45%	24%	20%
销售成本	-7,064	-7,363	-9,946	-12,202	-14,353
<b>毛利</b>	<b>6,805</b>	<b>7,094</b>	<b>11,014</b>	<b>13,689</b>	<b>16,761</b>
毛利率	49%	49%	53%	53%	54%
销售费用	-4,445	-4,425	-5,753	-6,968	-8,308
管理费用	-956	-836	-1,007	-1,200	-1,390
其他经营收入及收益(损失)	139	362	320	270	270
<b>经营溢利</b>	<b>1,543</b>	<b>2,196</b>	<b>4,573</b>	<b>5,791</b>	<b>7,333</b>
经营利润率	11%	15%	22%	22%	24%
净融资成本	-30	-32	-20	-7	15
<b>税前溢利</b>	<b>1,857</b>	<b>2,248</b>	<b>4,684</b>	<b>5,918</b>	<b>7,484</b>
所得税开支	-357	-549	-1,148	-1,450	-1,871
所得税率	19%	24%	25%	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>3,537</b>	<b>4,468</b>	<b>5,613</b>
归母净利率	11%	12%	17%	17%	18%
同比	110%	13%	108%	26%	26%

### 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	4,684	5,918	7,484
折旧	780	967	508	668	776
摊销	77	61	45	48	51
融资开支净额	-59	-87	-37	-50	-72
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	5,200	6,583	8,239
存货减少/(增加)	-176	81	-535	-427	-407
应收贸易款项(增加)/减少	260	-4	-432	-186	-258
其他应收款项减少/(增加)	61	-68	-40	-25	-26
应付贸易款项(减少)/增加	215	-121	544	402	383
其他应付款项及应计费用增加	817	253	1,062	838	888
受限制银行存款减少/(增加)	-1	0	0	0	0
已付所得税	-144	-589	-1,148	-1,450	-1,871
<b>经营活动所得(所用)现金净额</b>	<b>3,503</b>	<b>2,763</b>	<b>4,652</b>	<b>5,736</b>	<b>6,949</b>
购入物业、机器及设备	-636	-594	-1,000	-1,000	-1,000
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	47	60	82
其他	-43	-320	-1,400	0	0
<b>投资活动所用现金净额</b>	<b>-573</b>	<b>-992</b>	<b>-2,394</b>	<b>-984</b>	<b>-965</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	-1,040	-1,554	-1,959
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>-1,049</b>	<b>-1,564</b>	<b>-1,969</b>
现金及现金等价物变动	2,282	1,258	1,210	3,188	4,015
于年初的现金及现金等价物	3,672	5,961	7,187	8,397	11,585
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>8,397</b>	<b>11,585</b>	<b>15,599</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	1,557	1,890	2,114
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	3,729	3,729	3,729
<b>非流动资产</b>	<b>4,008</b>	<b>4,817</b>	<b>6,705</b>	<b>7,033</b>	<b>7,254</b>
存货	1,407	1,346	1,880	2,307	2,713
应收贸易款项	687	659	1,091	1,277	1,534
其他应收款项-即期部分	39	65	105	129	156
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	8,397	11,585	15,599
其他	443	519	519	519	519
<b>流动资产</b>	<b>8,539</b>	<b>9,777</b>	<b>11,992</b>	<b>15,817</b>	<b>20,522</b>
应付贸易款项	1,348	1,227	1,771	2,173	2,556
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	3,563	4,402	5,289
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>6,621</b>	<b>7,862</b>	<b>9,132</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	10,955	13,869	17,523
非控制性权益	3	3	3	3	3
<b>权益</b>	<b>7,124</b>	<b>8,689</b>	<b>11,186</b>	<b>14,099</b>	<b>17,754</b>

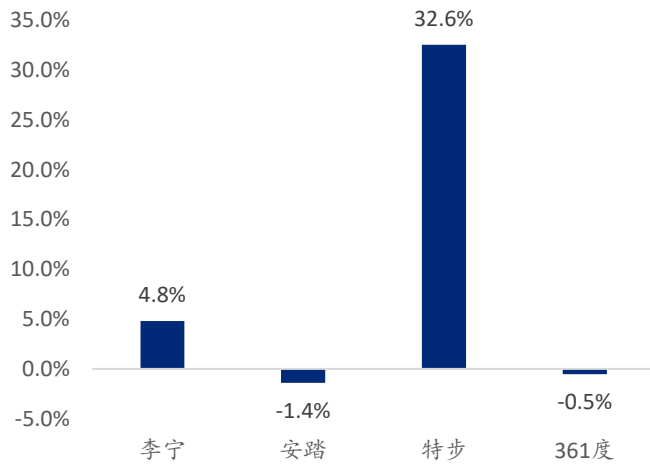
### 财务和估值比率

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>每股数据(人民币)</b>					
摊薄每股收益	0.51	0.68	1.45	1.71	2.15
每股销售额	5.56	5.76	8.60	9.92	11.92
每股股息	0.15	0.20	0.58	0.68	0.86
<b>同比变动</b>					
收入	32%	4%	45%	24%	20%
经营溢利	99%	42%	108%	27%	27%
归母净利润	110%	13%	108%	26%	26%
摊薄每股收益	74%	33%	115%	18%	26%
<b>费用与利润率</b>					
毛利率	49%	49%	53%	53%	54%
经营利润率	11%	15%	22%	22%	24%
归母净利率	11%	12%	17%	17%	18%
<b>回报率</b>					
平均股本回报率	23%	21%	36%	35%	35%
平均资产回报率	14%	13%	21%	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	1.8	2.0	2.2
速动比率(x)	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5
现金比率(x)	1.3	1.4	1.3	1.5	1.7
负债/权益(%)					
<b>估值</b>					
市盈率(x)	143.4	107.6	50.2	42.5	33.8
市销率(x)	13.1	12.6	8.5	7.3	6.1
股息率	0%	0%	1%	1%	1%

E=浦银国际预测

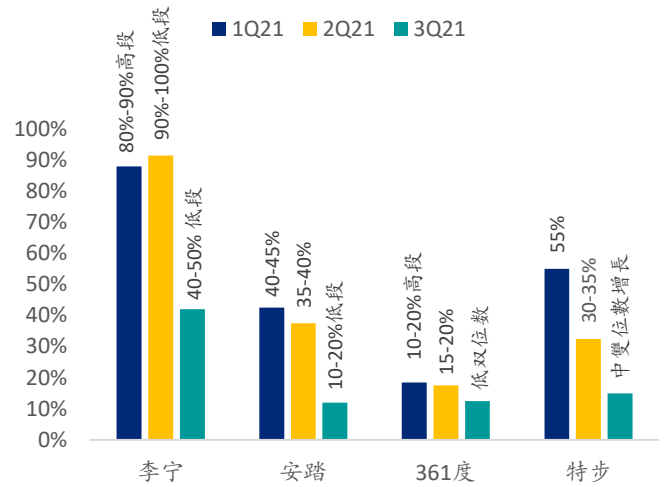
资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 2:各运动服饰品牌过去两个月股价变动



资料来源: Bloomberg、浦银国际。截至 2021 年 12 月 15 日收盘价。

图表 3:中国主要运动服饰品牌 1Q21-3Q21 零售流水同比增速比较



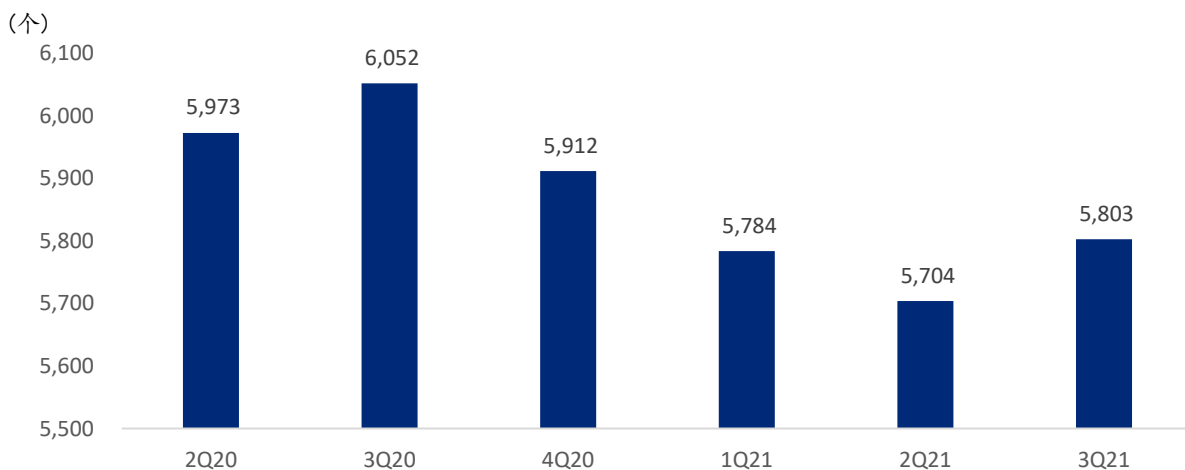
注: 李宁数据不包括 LN Young  
资料来源: 公司数据, 浦银国际

图表 4: 李宁各渠道零售流水表现

	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21
直营零售	▲增长	▲增长	▼下降	▼下降	—持平	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长
门店增速	14-16%	17-19%	34-36%	10-13%		中单位数	90-93%	87-89%	30-40%
加盟店	▲增长	▲增长	▼下降	▼下降	▼下降	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长
增速	34-36%	40-43%	17-19%	高单位数	低单位数	10-13%	80-83%	90-93%	30-40%
电商增速	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长
	50-53%	40-43%	10-13%	27-29%	40-43%	34-36%	约 100%	97-99%	50-60%
整体零售	▲增长	▲增长	▼下降	▼下降	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长
流水增速	30-33%	34-36%	17-19%	中单位数	中单位数	14-16%	87-89%	90-93%	40-50%

资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 5: 李宁季度末成人店铺数量



资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 6: 运动服饰企业估值表

股份代号	公司名称	股价(LC)	52周		市值 (百万美元)	自由流通股 %	PE			EPS增速			EV/EBITDA		
			高	低			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
<b>运动服饰品牌</b>															
NKE.US Equity	耐克公司	165.4	177.5	127.1	261,798.1	98.7	52.6	45.7	35.1	95.9	1.6	30.2	37	34	26.5
ADS.GR Equity	阿迪达斯公司	249.7	336.2	249.3	54,058.0	89.4	34.0	26.0	21.1	232.1	30.7	23.4	15	13	11.3
2020.HK Equity	安踏体育	119.7	189.7	105.1	41,472.9	41.8	34.4	26.9	21.6	51.1	27.7	24.8	20	16	13.2
2331.HK Equity	李宁	89.3	107.7	41.0	29,930.1	89.4	50.3	39.9	31.8	111.9	26.1	25.4	33	26	21.6
PUMA GR Equity	彪马公司	9.8	11.8	7.8	16,660.9	NA	4.8	3.4	2.8	NA	40.2	24.1	18	14	11.8
UAA US Equity	安德玛公司	22.3	27.0	16.9	9,718.0	97.2	29.0	28.2	23.5	395.0	2.9	19.8	14	13	11.3
1368.HK Equity	特步国际	12.7	15.9	3.1	4,281.4	47.9	30.6	23.8	19.1	62.7	28.3	24.8	17	13	10.9
1361.HK Equity	361度	3.8	4.4	0.9	996.4	34.7	11.4	10.1	9.3	46.6	12.2	8.9	3	3	2.7
FILA IM Equity	Fila股份公司	9.1	11.7	8.4	440.8	56.5	11.9	9.5	8.7	68.3	25.2	9.4	8	7	6.7
<b>平均值</b>							<b>45.4</b>	<b>38.5</b>	<b>29.9</b>				<b>30.7</b>	<b>27.4</b>	<b>21.7</b>

E=Bloomberg 一致预期

资料来源: Bloomberg、浦银国际。截至 2021 年 12 月 15 日收盘价。

图表 7: SPDBI 目标价: 李宁



注: 截至 2021 年 12 月 15 日收盘价;

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 8: 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	89.3	买入	116.8	2021 年 7 月 6 日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	1.3	持有	1.22	2021 年 11 月 12 日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	8.4	买入	11.4	2021 年 11 月 1 日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	8.3	持有	11.7	2021 年 9 月 2 日	现制茶饮
2020 HK Equity	安踏体育	119.7	买入	173.5	2021 年 10 月 19 日	运动服饰品牌

资料来源: Bloomberg、浦银国际。截至 2021 年 12 月 15 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人士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人士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) 浦银国际并没有持有本报告所述公司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

