

李宁 (2331.HK)

浦银国际启航 2022 企业日纪要

1月12日，我们邀请李宁管理层来参加我们的浦银企业日。以下为主要的会议纪要。基于强大的品牌力与较高的增长确定性，李宁依然是我们在中国运动服饰行业的首选标的。

- 2022 年业绩展望：** 尽管公司将面对非常高的基数，管理层仍有信心在 2022 年保持 20% 以上的收入增长，主要基于以下原因：(1) 李宁 1H21 的批发收入 (sell-in) 同比增长 (40-50% 的高段) 远低于其批发零售流水 (sell-through) 的增长 (80-90% 高段)，意味着 1H22 批发收入依然有增长空间；(2) 童装李宁 YOUNG 以及中国李宁等业务的持续扩张；(3) 新品类 (如滑板、女性运动、高端 1990 系列) 开始大规模投放市场。吊牌价的持续上涨 (每年中到高单位数)，以及终端折扣的持续改善，将弥补成本上涨的影响，维持毛利率的稳定。尽管市场营销费用率可能同比上涨，管理层依然维持 2022 年高双位数 (high-teen) 的净利润率目标。
- 4Q21 表现符合预期：** 尽管疫情反复，但管理层表示 4Q21 终端零售流水表现大概率符合预期。4Q21 的零售折扣环比 3Q21 略有加大 (主要因为双十一)，但同比持续改善。公司目前渠道库龄非常健康，低于 6 个月的新品占比 80% 以上。另外，管理层表示，申洲北仑工厂只负责公司一小部分服装产品的生产，因此近期宁波北仑工厂因疫情停工并未对李宁的供应链产生显著的影响。
- 重启店铺扩张：** 经过两年的主动渠道调整 (关闭低效店铺) 后，目前李宁店铺保有量相对较低，有较大的扩张空间。公司从 2021 年三季度重启店铺扩张，预计李宁大货 (不包括中国李宁) 与李宁 YOUNG 在 2022 年分别净开店 100 家以上，以开设在大型商场和大店为主。然而，公司对中国的店铺扩张依然保持谨慎。管理层希望保持中国李宁强大的品牌价值与增长动力，从而驱动李宁整体品牌力的持续上升。中国李宁 2021 年净开店略低于 100 家，2022 年目标继续净开店几十家。管理层预计中国李宁的收入贡献在 2022 年达到中到高单位数 (相比 2021 年的中单位数)。

林闻嘉

消费分析师

richard_lin@spdbi.com

(852) 2808 6433

2021 年 1 月 17 日

评级

买入

目标价 (港元)	116.8
潜在升幅/降幅	+52%
目前股价 (港元)	76.9
52 周内股价区间 (港元)	39.6-108.2
总市值 (百万港元)	201,082
近 3 月日均成交额 (百万港元)	1,199.5

注：截至 2022 年 1 月 14 日收盘价

市场预期区间

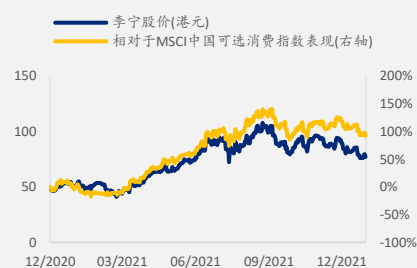
HKD 77.9
 HKD 76.9
 HKD 122.0
 HKD 116.8



▲ 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

浦银国际

企业日纪要

李宁 (2331.HK)

- **“李宁 1990”与“李宁 YOUNG”**：新品牌“李宁 1990”偏向于运动商务休闲轻奢风格，吊牌价比“中国李宁”更高。1990 目前开设有三家店，到 2022 年下半年有望达到十家以上。另一方面，公司将持续调整“李宁 YOUNG”的产品结构（聚焦功能性与运动生活类产品），同时增加大店的占比，从而推动其店效的持续提升。我们认为，“李宁 1990”与“李宁 YOUNG”将有望与“中国李宁”一起成为公司的新的增长动力。
- **维持李宁行业首选不变**：我们认为，在众多中国运动服饰品牌中，李宁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。李宁依然是我们运动服饰行业的首选标的。

图表 1：“李宁 1990”与“中国李宁”的比较

	中国李宁	李宁 1990
目标客群	18-30 岁	30-40 岁
产品设计风格	带有中国元素的运动潮牌（国潮）	简约轻奢、商务休闲
平均吊牌价	人民币 700-800 元	人民币 1000 元左右

资料来源：浦银国际整理

图表 2：“李宁 1990”店铺



资料来源：图片来自网络、浦银国际

图表 3：“李宁 1990”产品设计



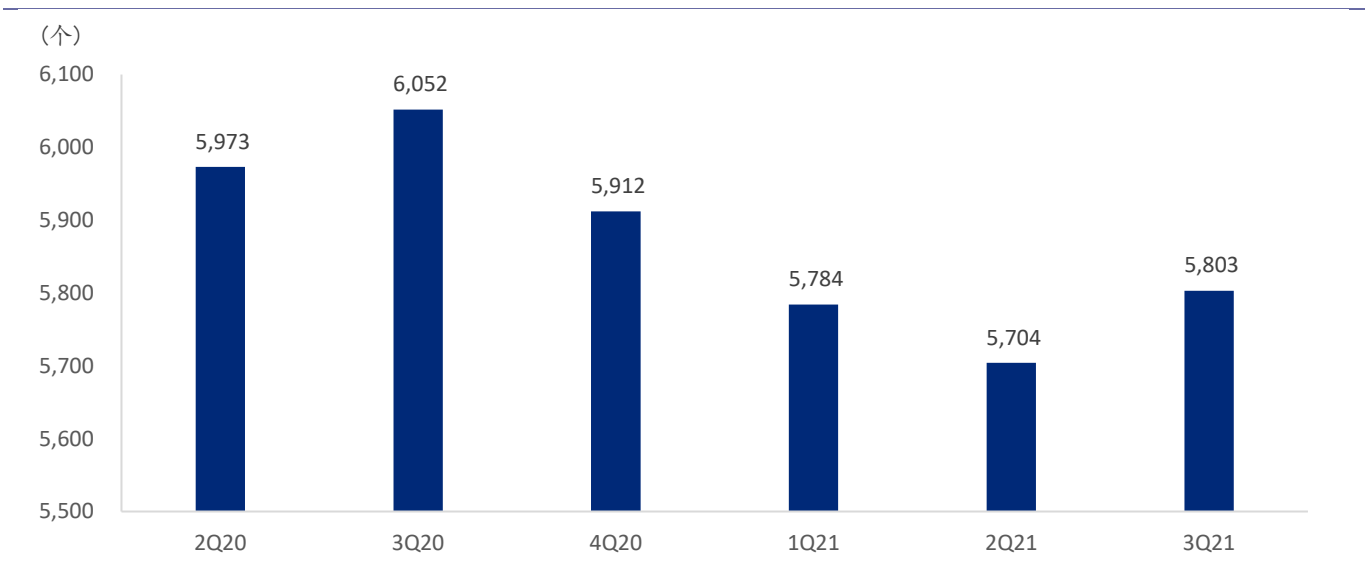
资料来源：图片来自网络、浦银国际

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: 运动服饰品牌企业估值表

股份代号	公司名称	股价(LC)	市值 (百万美元)	PE			EPS增速			EV/EBITDA		
				2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
运动服饰品牌												
NKE.US Equity	耐克公司	149.6	236,546.0	48.4	41.1	31.6	95.9	4.1	30.0	34	31	24.0
ADS.GR Equity	阿迪达斯公司	254.6	56,059.1	34.3	26.3	21.6	233.4	30.6	21.6	16	13	11.5
2020.HK Equity	安踏体育	114.0	39,587.8	33.2	26.1	20.8	51.2	27.3	25.0	19	15	12.7
2331.HK Equity	李宁	76.9	25,830.4	44.6	35.7	28.4	112.1	25.1	25.7	29	23	19.1
PUMA.GR Equity	彪马公司	8.9	15,387.2	4.5	3.2	2.6	N/A	38.5	23.4	19	15	12.3
UAA.US Equity	安德玛公司	19.3	8,435.0	25.5	25.8	21.0	395.8	(1.3)	22.7	13	11	9.9
1368.HK Equity	特步国际	12.9	4,358.7	31.2	24.3	19.5	62.3	28.4	24.7	17	14	11.4
1361.HK Equity	361度	3.8	1,017.2	11.7	10.4	9.6	46.6	12.2	8.9	3	3	2.9
FILA.IM Equity	Fila股份公司	9.7	475.8	12.8	10.2	9.3	68.3	25.2	9.4	8	7	6.9
平均值				42.0	34.9	27.2				28.0	24.7	19.7

E=Bloomberg 一致预期;

资料来源: Bloomberg、浦银国际; 数据截至 2022 年 1 月 14 日

图表 7: SPDBI 目标价: 李宁



注: 截至 2022 年 1 月 14 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	76.9	买入	116.8	2021 年 7 月 6 日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	114	买入	173.5	2021 年 10 月 19 日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	1.2	持有	1.22	2021 年 11 月 12 日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	7.7	买入	10	2021 年 12 月 23 日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	7.7	持有	11.7	2021 年 9 月 2 日	现制茶饮

资料来源: Bloomberg、浦银国际。截至 2022 年 1 月 14 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) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 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

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

