



李宁 (2331.HK): 拨云见日, 在不确定性中寻求真相

过去两个月里, 面对全国严格的防疫措施, 中国运动服饰行业受到较大影响。在巨大的不确定性中, 市场犹如惊弓之鸟, 因一些未经证实的数据反应过度。这也令李宁股价在过去一周经历较大波动。然而经我们与不同区域经销商的交流, 我们认为李宁的运营数据与基本面较其他国产品牌仍具有较大优势, 我们维持“买入”评级及目标价不变。

- 4-5月李宁的流水表现真的差吗?** 李宁4月零售流水下滑超20%, 下滑幅度高于安踏与特步等国产品牌, 也引起了市场的担忧。然而, 多个不同区域的经销商数据显示, 李宁在当地的零售流水表现皆好于安踏与特步。由此我们推断, 李宁4月总体流水下滑幅度较大主要是由于市场区域组成不同而造成的, 即李宁在疫情较为严重的区域(尤其是高线城市)的销售占比较安踏与特步更高。随着高线城市疫情逐步好转, 我们相信李宁的流水也有望表现出更大反弹。另外, 李宁在二季度远高于对手的基数也是其下滑幅度较大的另一个因素。
- 李宁库存真的高吗?** 市场传言李宁库存水平极高。然而实际上, 多个不同区域经销商都表示其目前因供应链扰动而处缺货状态。这也导致李宁目前渠道库存相对其他品牌处较低水平。即便如此, 管理层仍敦促经销商将渠道库存降至更低(3x库销比)。基于公司对渠道库存的高度重视, 我们认为李宁是行业中库存风险最小的运动服饰品牌。
- “中国李宁”的品牌力下降了吗?** 中国李宁的流水在这轮疫情中经历了较大的下跌。然而, 我们认为这并不代表中国李宁的品牌力有所下降。去年4-5月, 由于新疆棉事件, 中国李宁的流水大幅上涨(远高于大货)。而今年4-5月, 中国李宁由于其高端定位、时尚属性及一线城市占比较高而受到较大的疫情打击。此消彼长, 零售数据大幅下滑在情理之中。我们认为, 中国李宁未来主要价值在于继续拉高李宁整体品牌调性, 而非其对于销售的贡献。作为中国运动服饰行业国潮的代表, 我们长期看好中国李宁在年轻人中的品牌影响力。
- 维持李宁行业首选:** 尽管行业整体正面对较大不确定性, 但基于李宁的品牌力以及管理能力, 我们依然认为李宁是行业中确定性最高的玩家。在对下半年的可预见性还比较差的情况下, 我们暂时维持原来的预测与目标价不变。基于我们的预测, 李宁交易在17x 2023E P/E, 具有较高的性价比。李宁依然是我们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	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	14,457	22,572	26,639	33,297	39,862
同比变动 (%)	4.2%	56.1%	18.0%	25.0%	19.7%
归母净利润	1,698	4,011	4,745	6,299	7,888
同比变动 (%)	13.3%	136.1%	18.3%	32.8%	25.2%
PE (X)	63.9	27.3	22.8	17.2	13.7
ROE (%)	21.5%	26.9%	21.1%	24.2%	25.7%

E=浦银国际预测 资料来源: 公司公告、浦银国际

本研究报告由浦银国际证券有限公司分析师编制, 请仔细阅读本报告最后部分的分析师披露、商业关系披露及免责声明。

林闲嘉

消费分析师

richard_lin@spdbi.com

(852) 2808 6433

桑若楠, CFA

助理分析师

serena_sang@spdbi.com

(852) 2808 6439

2022年5月27日

评级

买入

目标价(港元)	92.8
潜在升幅/降幅	+82.9%
目前股价(港元)	50.8
52周内股价区间(港元)	48.6-108.2
总市值(百万港元)	139,505
近3月日均成交额(百万港元)	1,355.5

注: 截至2022年5月26日收盘价

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)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	14,457	22,572	26,639	33,297	39,862
同比	4.2%	56.1%	18.0%	25.0%	19.7%
销售成本	-7,363	-10,603	-12,564	-15,417	-18,107
毛利	7,094	11,969	14,074	17,880	21,755
毛利率	49.1%	53.0%	52.8%	53.7%	54.6%
销售费用	-4,425	-6,138	-7,123	-8,690	-10,296
管理费用	-836	-1,095	-1,343	-1,511	-1,722
其他经营收入及收益 (损失)	362	400	400	400	400
经营溢利	2,196	5,136	6,008	8,079	10,137
经营利润率	15.2%	22.8%	22.6%	24.3%	25.4%
净融资成本	-32	33	104	144	201
税前溢利	2,248	5,328	6,285	8,399	10,517
所得税开支	-549	-1,317	-1,540	-2,100	-2,629
所得税率	24.4%	24.7%	24.5%	25.0%	25.0%
少数股东权益	0	0	0	0	0
归母净利润	1,698	4,011	4,745	6,299	7,888
归母净利率	11.7%	17.8%	17.8%	18.9%	19.8%
同比	13.3%	136.1%	18.3%	32.8%	25.2%

资产负债表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
物业、机器及设备	1,065	1,626	1,973	2,211	2,372
使用权资产	1,066	1,333	1,333	1,333	1,333
土地使用权	166	163	159	155	151
无形资产	191	188	190	190	190
其他	2,329	8,294	8,294	8,294	8,294
非流动资产	4,817	11,603	11,948	12,182	12,340
存货	1,346	1,773	2,375	2,915	3,423
应收贸易款项	659	903	1,314	1,642	1,966
其他应收款项—即期部分	65	79	133	166	199
受限制银行存款	1	1	0	0	0
现金及等同现金项目	7,187	14,745	17,774	22,447	28,149
其他	519	771	771	771	771
流动资产	9,777	18,672	22,367	27,941	34,508
应付贸易款项	1,227	1,599	2,238	2,746	3,224
租赁负债—即期部分	361	367	367	367	367
其他应付款项及应计费用	2,501	4,025	4,529	5,661	6,777
当期所得税负债	592	1,308	1,308	1,308	1,308
其他	334	405	405	405	405
流动负债	5,015	7,704	8,846	10,486	12,081
租赁负债	689	956	956	956	956
其他	201	510	510	510	510
非流动负债	889	1,467	1,467	1,467	1,467
股本	228	239	239	239	239
储备	8,459	20,863	23,693	27,861	32,991
非控制性权益	3	3	3	3	3
权益	8,689	21,104	23,934	28,102	33,232

现金流量表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
除所得税前溢利	2,248	5,328	6,285	8,399	10,517
折旧	967	1,051	653	762	918
摊销	61	90	43	46	49
融资开支净额	-87	-125	-171	-211	-268
其他	22	-188	0	0	0
未计营运资金变动前之经营溢利	3,211	6,156	6,810	8,996	11,216
存货减少 / (增加)	81	-408	-602	-539	-508
应收贸易款项 (增加) / 减少	-4	-285	-411	-328	-324
其他应收款项减少 / (增加)	-68	-345	-54	-33	-33
应付贸易款项 (减少) / 增加	-121	372	638	508	479
其他应付款项及应计费用增加	253	1,492	504	1,132	1,116
受限制银行存款减少 / (增加)	0	0	0	0	0
已付所得税	-589	-456	-1,540	-2,100	-2,629
经营活动所得 (所用) 现金净额	2,763	6,525	5,345	7,635	9,316
购入物业、机器及设备	-594	-985	-1,000	-1,000	-1,080
购入土地使用权	-94	-913	4	4	4
购入无形资产	-152	-43	-46	-46	-49
已收取利息	169	224	181	221	278
其他	-320	-4,822	469	0	0
投资活动所用现金净额	-992	-6,539	-392	-821	-847
股份发行	189	8,667	0	0	0
为限制性股份奖励计划而购入之股份	0	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	-378	-515	-1,915	-2,131	-2,758
已付利息	0	0	-10	-10	-10
其他	-325	-556	1	0	0
融资活动 (所用) 所得现金净额	-513	7,596	-1,924	-2,141	-2,768
现金及现金等价物变动	1,258	7,583	3,029	4,673	5,702
于年初的现金及现金等价物	5,961	7,187	14,745	17,774	22,447
现金及现金等价物汇兑差额	-33	-25	0	0	0
于年末的现金及现金等价物	7,187	14,745	17,774	22,447	28,149

财务和估值比率

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	0.68	1.58	1.89	2.51	3.15
每股销售额	5.76	8.89	10.63	13.28	15.90
每股股息	0.20	0.47	0.76	1.01	1.26
同比变动					
收入	4.2%	56.1%	18.0%	25.0%	19.7%
经营溢利	42.3%	133.9%	17.0%	34.5%	25.5%
归母净利润	13.3%	136.1%	18.3%	32.8%	25.2%
摊薄每股收益	33.3%	133.6%	19.8%	32.8%	25.2%
费用与利润率					
毛利率	49.1%	53.0%	52.8%	53.7%	54.6%
经营利润率	15.2%	22.8%	22.6%	24.3%	25.4%
归母净利率	11.7%	17.8%	17.8%	18.9%	19.8%
回报率					
平均股本回报率	21.5%	26.9%	21.1%	24.2%	25.7%
平均资产回报率	12.5%	17.9%	14.7%	16.9%	18.1%
资产效率					
库存周转天数	68	54	69	69	69
应收账款周转天数	17	13	18	18	18
应付账款周转天数	64	49	65	65	65
财务杠杆					
流动比率 (x)	1.9	2.4	2.5	2.7	2.9
速动比率 (x)	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
现金比率 (x)	1.4	1.9	2.0	2.1	2.3
负债 / 权益 (%)	67.9%	43.5%	43.1%	42.5%	40.8%
估值					
市盈率 (x)	63.9	27.3	22.8	17.2	13.7
市销率 (x)	7.5	4.9	4.1	3.3	2.7
股息率	0.4%	0.9%	1.5%	2.0%	2.5%

E=浦银国际预测

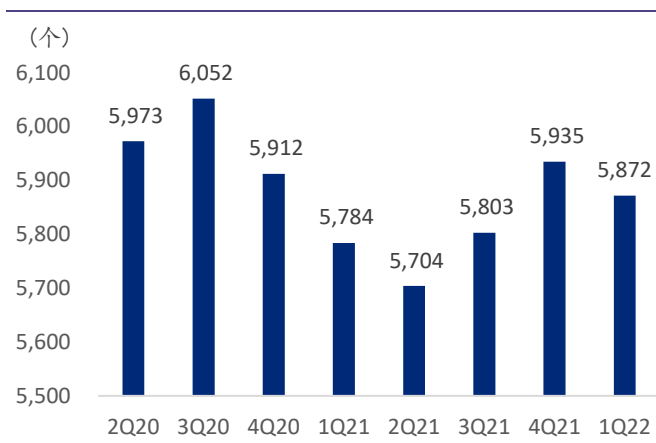
资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 2: 李宁各渠道零售流水表现

	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22
直营零售	▼下降	—持平	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长
门店增速	10-13%		中单位数	90-93%	87-89%	34-36%	27-29%	34-36%
加盟店	▼下降	▼下降	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长
增速	高单位数	低单位数	10-13%	80-83%	90-93%	37-39%	27-29%	20-23%
电商增速	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长
	27-29%	40-43%	34-36%	约 100%	97-99%	54-56%	40-43%	34-36%
整体零售	▼下降	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长
流水增速	中单位数	中单位数	14-16%	87-89%	90-93%	40-43%	30-33%	27-29%

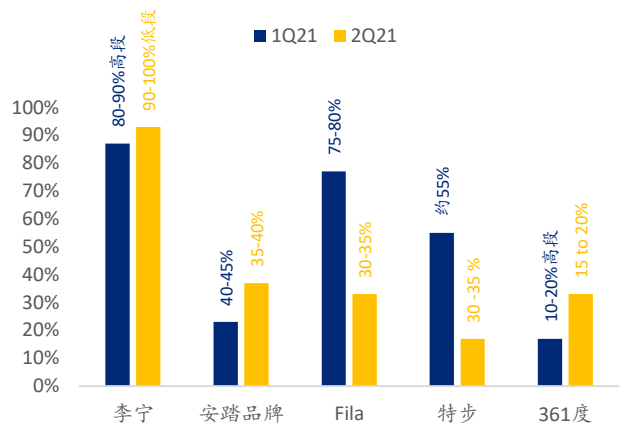
资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 3: 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 4: 各运动服饰品牌成人零售流水同比增速比较



资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 5: 运动服饰企业估值表

股份代号	公司名称	股价 (LC)	市值 (百万美元)	PE			EPS 增速			EV/EBITDA		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
运动服饰品牌												
NKE US Equity	耐克	112.9	177,741.3	27.6	23.3	21.1	7.6	18.4	10.0	21.3	18.4	16.7
ADS GR Equity	阿迪达斯	176.4	36,282.9	19.2	15.8	13.1	23.2	21.7	20.3	10.1	8.7	7.7
2020 HK Equity	安踏体育	78.1	26,998.6	20.8	15.7	13.3	11.4	32.0	18.4	12.3	9.1	7.4
2331 HK Equity	李宁	50.8	16,921.5	22.8	17.2	13.7	19.8	32.8	25.2	13.5	9.6	7.2
UAA US Equity	安德玛	10.1	4,546.6	14.8	14.3	13.0	(19.9)	3.7	9.9	8.1	7.1	6.5
1368 HK Equity	特步国际	9.8	3,297.2	19.4	15.5	12.4	24.3	25.0	24.4	10.6	8.6	7.1
1361 HK Equity	361度	3.9	1,019.3	9.6	8.3	8.7	19.2	15.9	(4.7)	2.9	2.6	2.7
FILA IM Equity	Fila 股份	9.3	425.6	10.3	9.2	8.3	(9.6)	12.6	10.2	7.0	6.5	5.7
平均值				25.0	20.8	18.5				17.9	15.2	13.6

李宁、安踏 E=浦银国际预测, 其余 E=Bloomberg; 注: 截至 2022 年 5 月 26 日收盘价;

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 6: SPDBI 目标价: 李宁



注: 截至 2022 年 5 月 26 日收盘价;
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 7: SPDBI 消费行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (交易货币)	评级	目标价 (交易货币)	评级及目标价 发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	50.8	买入	92.8	2022 年 4 月 21 日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	78.1	买入	119.0	2022 年 4 月 18 日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.9	买入	1.1	2022 年 5 月 13 日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	5.6	买入	10.7	2022 年 2 月 18 日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	5.2	持有	6.0	2022 年 3 月 30 日	现制茶饮
291.HK Equity	华润啤酒	43.4	买入	70.0	2022 年 3 月 25 日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	117.8	买入	150.0	2022 年 4 月 6 日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	19.2	买入	31.0	2022 年 2 月 24 日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	60.2	买入	74.6	2022 年 4 月 29 日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	86.0	持有	91.2	2022 年 4 月 29 日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	6.9	卖出	7.6	2022 年 1 月 26 日	啤酒

资料来源: Bloomberg、浦银国际。截至 2022 年 5 月 26 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

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

