

【广发海外】李宁 (02331.HK)

21Q3 流水维持高增长，电商表现亮眼

核心观点：

- 21Q3 公司零售流水维持高增长，电商表现亮眼。** 21Q3 公司全平台流水同比增长 40%-50% 低段，略超市场预期，但和我们此前的判断相符合。分渠道来看，线下渠道同增 30%-40% 高段，其中直营渠道同增 30%-40% 中段、批发渠道同增 30%-40% 高段；电商渠道同增 50%-60% 中段，表现亮眼。21Q3 运动鞋服行业受洪水、疫情、天气等客观因素影响，行业流水增速环比下滑，但对比同行李宁仍能维持相对高增速。我们认为原因主要有：(1) 公司露科技等系列产品持续推出维持公司业绩增长韧性及增强品牌效应；(2) 渠道结构及同店店效的持续改善。在同店方面，21Q3 公司全平台同店同增 20%-30% 高段，其中直营同增 30%-40% 低段，批发同增 20%-30% 中段，电商同增 30%-40% 中段。(3) 公司在抖音等直播电商渠道的发力有效驱动销售增长。
- 看好公司未来业绩增长。** 短期来看，公司露科技系列产品的持续推出有望提升公司主品牌的业绩增长及增强品牌效应，叠加今年冷冬预期公司短期业绩有望保持良好的增长态势。长期来看，李宁上升势头仍在半途，我们认为体现在：(1) 行业加速形成了提升线上收入占比的共识，李宁电商占比提升空间大，公司在抖音快手等直播电商渠道有望持续发力放量；(2) 李宁渠道尚未饱和，仍有较大扩张空间；(3) 李宁线下经营效益仍有提升空间，可通过扩店面、开高效店等方式不断提升店均。(4) 近期公司即将推出 LI-NING 1990 独立高级运动时尚品牌，有望持续完善高端运动时尚布局。
- 盈利预测与投资建议。** 预计公司 21-23 年 EPS 分别为 1.48/1.90/2.46 元/股，预计归母净利润 37.03/47.33/61.28 亿元，给予 21 年 55 倍 PE，对应合理价值 99.33 港元/股，维持“买入”评级。
- 风险提示。** 价格战的风险、疫情反复的风险、研发落后的风险。

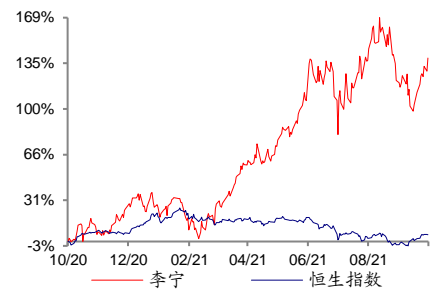
盈利预测： *本文如无特殊说明，货币单位均为人民币，CNY/HKD=0.8218

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	13,870	14,457	21,097	25,441	30,879
增长率 (%)	32.0%	4.2%	45.9%	20.6%	21.4%
EBITDA (百万元)	1,858	2,540	5,727	7,095	8,938
归母净利润 (百万元)	1,499	1,698	3,703	4,733	6,128
增长率 (%)	109.6%	13.3%	118.0%	27.8%	29.5%
EPS (元/股)	0.65	0.68	1.48	1.90	2.46
市盈率 (P/E)	29.6	64.2	52.9	41.4	32.0
ROE (%)	21.1%	19.6%	30.0%	27.8%	26.5%
EV/EBITDA	20.7	40.1	32.1	31.2	24.0

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	95.50 港元
合理价值	99.33 港元
前次评级	买入
报告日期	2021-10-26

相对市场表现



分析师：

糜韩杰



SAC 执证号: S0260516020001



SFC CE No. BPH764



021-38003650



mihanjie@gf.com.cn

相关研究：

- 【广发纺服&海外】李宁 (02331.HK) :2021H1 业绩超预期，主品牌上升势能爆发** 2021-08-16
- 【广发纺服&海外】李宁 (02331.HK) :21Q1 业绩超预期，主品牌上升势能强劲** 2021-04-22
- 【广发纺服&海外】李宁 (02331.HK) :2020 年业绩超预期，2021 年有望恢复高增长** 2021-03-23

联系人：

李咏红 021-38003666

liyonghong@gf.com.cn

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	8,539	9,777	15,216	21,027	28,575
货币资金	5,961	7,187	11,686	16,807	23,499
短期投资	0	0	0	0	0
应收及预付	726	724	1,057	1,274	1,546
存货	1,407	1,346	1,715	2,030	2,419
其他流动资产	445	520	759	915	1,111
非流动资产	4,008	4,817	5,112	5,417	5,730
长期股权投资	1,176	1,471	1,621	1,771	1,921
固定资产	1,039	1,065	1,132	1,202	1,277
无形资产	1,175	1,257	1,335	1,419	1,507
租赁土地	72	166	166	166	166
其他长期资产	547	858	858	858	858
资产总计	12,547	14,594	20,328	26,443	34,306
流动负债	4,717	5,015	7,088	8,511	10,288
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	1,348	1,227	1,564	1,852	2,206
金融负债	2	9	9	9	9
应交税金	610	733	1,070	1,290	1,566
其他流动负债	2,756	3,046	4,445	5,361	6,507
非流动负债	707	889	889	889	889
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	707	889	889	889	889
负债合计	5,423	5,904	7,977	9,400	11,177
普通股股东权益	7,122	8,687	12,349	17,040	23,126
少数股东权益	3	3	3	3	3
股东权益	7,124	8,689	12,351	17,043	23,129
负债和股东权益	12,547	14,594	20,328	26,443	34,306

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	13,870	14,457	21,097	25,441	30,879
营业成本	7,064	7,363	9,382	11,110	13,238
营业税金及附加	10	22	22	22	22
销售费用					
管理费用	4,445	4,425	5,591	6,538	7,689
研发费用	968	805	964	1,162	1,411
财务费用	362	323	471	636	772
资产减值损失	0	32	0	0	0
公允价值变动收益	1,402	1,855	5,182	6,652	8,563
投资净收益	-54	-87	-94	-142	-202
营业利润	343	83	95	106	118
营业外收支	56	223	0	0	0
利润总额	1,857	2,248	5,371	6,900	8,882
所得税	357	549	1,198	1,531	1,982
净利润	1,499	1,698	3,703	4,733	6,128
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	1,499	1,698	3,703	4,733	6,128
EBITDA	1,858	2,540	5,727	7,095	8,938
EPS (元)	0.65	0.68	1.48	1.90	2.46

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	3,503	2,763	5,756	6,440	8,077
净利润	1,499	1,698	3,703	4,733	6,128
折旧摊销	818	1,009	1,016	1,079	1,147
营运资金变动	1,176	142	1,132	734	920
其它	10	-85	-95	-106	-118
投资活动现金流	-573	-992	-1,216	-1,277	-1,343
资本支出	-686	-746	-1,161	-1,233	-1,311
投资变动	-24	-75	-150	-150	-150
其他	136	-171	95	106	118
筹资活动现金流	-649	-513	-46	-47	-47
银行借款	56	189	1	0	0
股权融资	-326	-325	0	0	0
其他	-378	-378	-47	-47	-47
现金净增加额	8	-33	5	5	5
期初现金余额	2,282	1,258	4,494	5,116	6,687
期末现金余额	5,961	7,187	11,686	16,807	23,499

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	32.0%	4.2%	45.9%	20.6%	21.4%
营业利润增长	132.2%	47.3%	207.5%	27.7%	29.5%
归母净利润增长	109.6%	13.3%	118.0%	27.8%	29.5%
获利能力					
毛利率	55.0%	58.2%	49.1%	49.1%	55.5%
净利率	10.8%	11.7%	17.6%	18.6%	19.8%
ROE	21.1%	19.6%	30.0%	27.8%	26.5%
ROA	11.9%	11.6%	18.2%	17.9%	17.9%
偿债能力					
资产负债率	43.2%	40.5%	39.2%	35.5%	32.6%
净负债比率	76.1%	67.9%	64.6%	55.2%	48.3%
流动比率	1.81	1.95	2.15	2.47	2.78
速动比率	1.42	1.58	1.80	2.12	2.43
营运能力					
总资产周转率	1.11	0.99	1.04	0.96	0.90
应收账款周转率	18.06	16.61	16.62	16.62	16.62
存货周转率	37.01	33.92	29.63	29.11	28.58
每股指标 (元)					
每股收益	0.65	0.68	1.48	1.90	2.46
每股经营现金流	1.51	1.11	2.31	2.58	3.24
每股净资产	3.08	3.49	4.95	6.83	9.27
估值比率					
P/E	29.6	64.2	52.9	41.4	32.0
P/B	6.2	12.5	15.9	11.5	8.5
EV/EBITDA	20.7	40.1	32.1	31.2	24.0

广发纺织服装行业研究小组

糜韩杰：首席分析师，复旦大学经济学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。

左琴琴：资深分析师，上海社会科学院经济学硕士，2021年进入广发证券发展研究中心。

李咏红：研究助理，上海交通大学会计硕士，2021年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北 路429号泰康保险大厦 37楼	香港德辅道中189号李 宝椿大厦29及30楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广

发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究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。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。