

公司报告

招商证券(香港)有限公司
证券研究部

李宁 (2331 HK)

销售强劲, 22年下半年不大可能出现大折扣

- 22年上半年营收超预期; 但因折扣升高, 净利润符合预期
- 库存水平健康意味着22年下半年不太可能出现大折扣
- 维持增持评级并提高目标价至 85.2 港元

22年上半年营收超预期, 但净利润符合预期

李宁公布22年上半年营收人民币124.09亿元, 同比增长21.7%, 比招证国际预测高17.3%。22年上半年毛利率为50.0%, 同比下跌5.9个百分点, 比招证国际预测低5.8个百分点。22年上半年经营利润率为21.3%, 同比下跌3.6个百分点, 比招证国际预测低5.4个百分点。22年上半年净利润为人民币21.89亿元, 同比增长11.6%, 比招证国际预测低1.7%。

库存水平健康 — 22年下半年不大可能出现大折扣

22年上半年毛利率收缩是因为1) 所有渠道的折扣加大, 2) 成本上升。折扣较大的原因是, 21年上半年的折扣特别低(因为新疆棉事件), 以及22年二季度疫情封控期间管理层积极的库存管理。由于积极的库存管理, 李宁的渠道库存水平为3.6个月(88%为新产品截止22年6月), 而于21年12月底为3.9个月(92%为新产品)。由于库存处于健康水平, 管理层预计在22年下半年折扣水平不会加大。本质上, 22年上半年的毛利率收缩应会导致22年下半年的毛利率更加稳定。

维持22财年指引

李宁7月和8月(截至8月10日)的零售额增长了10-15%。考虑到基数高(21年7月和21年8月的零售分别同比增长77%和同比增长30%), 我们认为这一增速很好。随着比较基数在21年下半年正常化, 我们可能会在22年下半年看到更高的同比零售流水增长。然而, 管理层警告, 22年下半年有出现新冠疫情封控的可能性, 并维持其22财年营收同比增长接近20%到20%出头的指引。22财对净利润率的指引也是接近20%到20%出头。

维持增持评级并提升目标价至 85.2 港元

我们将 22/23/24 财年的每股盈利预测分别调整了-3.1%、-5.5%和-5.8%, 以反映 22 年上半年的实际数字, 并纳入了对未来毛利率更保守的假设。基于未来 12 个月的每股盈利(此前为 22 财年), 目标市盈率为 35 倍(此前为 35 倍), 我们得出的新目标价为 85.2 港元(此前为 81.6 港元)。总体而言, 我们认为公司 22 年上半年的销售增长(尽管有新冠封控措施)以及管理库存的能力非常好, 从而可能在 22 年下半年避免大折扣。因此, 我们维持增持评级。

催化剂: 零售流水和利润率好于指引。

风险: 更多大规模和更长时间的新冠疫情封控

盈利预测及估值

截至 12 月 31 日 (百万人民币)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
收入	14,457	22,572	26,987	33,136	40,623
同比增长	4.2%	56.1%	19.6%	22.8%	22.6%
可归属净利润	1,698	4,011	4,774	6,134	7,694
经调整摊薄每股盈利(人民币)	0.68	1.58	1.81	2.33	2.92
同比增长	12.5%	133.6%	14.6%	28.5%	25.4%
市盈率(倍)	89.2x	38.2x	33.3x	25.9x	20.7x
ROE	21.9%	26.8%	21.5%	24.1%	25.4%
净负债(现金)/股东权益	-82.7%	-71.8%	-50.9%	-58.1%	-63.1%

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测; 股价截至2022年8月12日收盘价

黄建文 王钊熠
+852 3189 6357 +852 3189 6711

johnnywong@cmschina.com.hk bryanwang@cmschina.com.cn

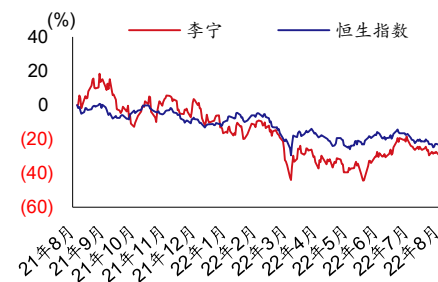
最新变动

22年上半年业绩符合预期。基于22年下半年和23年上半年的复苏预期, 维持增持评级并上调目标价至85.2港元

增持

前次评级	增持
股价	70.1港元
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	85.2港元 (+21.5%)
前次目标价	81.6港元

股价表现



资料来源: 彭博; 股价截至 2022 年 8 月 12 日

%	1m	6m	12m
2331 HK	(2.6)	(18.4)	(22.0)
恒生指数	(4.9)	(19.4)	(24.7)

行业: 消费

恒生指数 (2022年8月12日)	20,176
国企指数 (2022年8月12日)	6,857

重要数据

52周股价区间(港元)	48.6 - 108.2
市值(百万港元)	183,513
日均成交量(百万股)	7.8
每股净资产(人民币)	8.48

主要股东

非凡中国控股有限公司	10.36%
其他	0.20%
总股数(百万股)	2,638
自由流通量	89.44%

资料来源: 彭博

相关报告

1. 中国运动服饰行业 - 22年下半年前景: 流水反弹; 22财年增长目标仍有望实现(推荐) (2022/7/5)
2. 李宁 (2331 HK) - 新冠疫情封控后零售恢复增长(增持) (2022/6/22)

图表1: 业绩总结

人民币百万元	22财年上半年 招证香港 预测	22财年上半年 实际	不同%	同比%	与20年上半 年相比%
营业收入	10,579	12,409	17.3%	21.7%	100.8%
直营	2,492	2,787	11.8%	10.7%	108.7%
批发	4,551	5,901	29.7%	28.6%	89.8%
电商	3,412	3,534	3.6%	19.1%	111.8%
国际市场	124	186	50.7%	52.2%	173.8%
成本	(4,677)	(6,208)	32.7%	38.0%	98.7%
毛利	5,902	6,201	5.1%	8.8%	102.9%
其他收入	146	337	131.0%	139.7%	109.7%
分销费用	(2,803)	(3,383)	20.7%	18.4%	73.6%
行政费用	(423)	(518)	22.4%	18.4%	49.6%
金融资产减值	-	7	0.0%	0.0%	0.0%
经营利润	2,821	2,644	-6.3%	4.1%	194.4%
净财务成本	81	174	113.8%	2227.9%	-1490.5%
权益法入账的投资溢利润	35	102	190.4%	27.7%	367.0%
税前利润	2,938	2,919	-0.6%	11.2%	221.8%
所得税开支	(711)	(730)	2.6%	10.0%	225.9%
净利润	2,227	2,189	-1.7%	11.6%	220.4%
由下列各方应占					
本公司权益持有人	2,227	2,189	-1.7%	11.6%	220.4%
非控股权益	-	-			
每股摊薄收益 (人民币)	0.84	0.83	-1.2%	6.5%	204.0%
主要指标					
毛利率	55.8%	50.0%	-5.8ppt	-5.9ppt	0.5ppt
分销及营销费用率	-26.5%	-27.3%	-0.8ppt	0.8ppt	4.3ppt
行政费用率	-4.0%	-4.2%	-0.2ppt	0.1ppt	1.4ppt
经营利润率	26.7%	21.3%	-5.4ppt	-3.6ppt	6.8ppt
净利润率	21.0%	17.6%	-3.4ppt	-1.6ppt	6.6ppt

资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测

图表2: 盈利调整

单位: 百万人民币	2022E			2023E			2024E		
	新预测	新预测	不同%	新预测	新预测	不同%	新预测	新预测	不同%
营业收入	25,946	26,987	4.0%	33,151	33,136	0.0%	40,715	40,623	-0.2%
直营	5,611	5,641	0.5%	7,398	7,174	-3.0%	9,172	8,965	-2.3%
分销	12,301	13,300	8.1%	15,758	15,961	1.3%	19,100	19,218	0.6%
电商	7,719	7,669	-0.7%	9,649	9,586	-0.7%	12,062	11,983	-0.7%
国际市场	315	377	19.9%	346	415	19.9%	381	457	19.9%
毛利率	52.7%	50.5%	-2.2ppt	53.4%	51.5%	-2.0ppt	54.0%	52.0%	-2.1ppt
经营利润率	24.2%	21.5%	-2.8ppt	25.0%	22.6%	-2.5ppt	25.6%	23.1%	-2.6ppt
归母净利润	4,948	4,774	-3.5%	6,520	6,134	-5.9%	8,203	7,694	-6.2%
净利润率	19.1%	17.7%	-1.4ppt	19.7%	18.5%	-1.2ppt	20.1%	18.9%	-1.2ppt
摊薄每股盈利 (人民币)	1.87	1.81	-3.1%	2.46	2.33	-5.5%	3.10	2.92	-5.8%

资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测

图表1: 目标价与估值

李宁估值表

股价 (港币)	70.1			
港币/人民币汇率	0.86			
日期	12/8/2022			
	FY21	FY22E	FY23E	FY24E
每股盈利 (人民币)	1.58	1.81	2.33	2.92
市盈率	38.2x	33.3x	25.9x	20.7x
每股盈利复合增长率 (21年开始)		14.6%	21.3%	22.7%
目标价市盈率	46.4x	40.5x	31.5x	25.1x
未来12个月每股盈利		2.09		
目标市盈率		35.0x		
目标价 (港元)		85.2		
上涨空间		21.5%		
股息率		0.9%		
总回报率		22.4%		

资料来源: 公司数据、彭博、招商证券 (香港) 预测

财务报表

资产负债表

百万人民币	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动性资产总值	9,777	18,672	15,815	20,672	26,256
银行结余及现金	7,187	14,745	11,545	15,709	20,482
按公允价值计入损益的金融资产	519	771	886	886	886
存款	1	402	331	331	331
应收贸易款项	659	903	1,003	1,231	1,508
其他应收款项	65	79	92	113	137
库存	1,346	1,773	1,957	2,402	2,912
其他流动性资产	0	0	0	0	0
非流动性资产总值	4,817	11,603	16,699	17,882	19,730
投资性房地产与土地使用权	282	2013	1950	1875	1803
物业、机器以及设备	1,065	1,626	2,415	3,584	5,319
无形资产	191	188	234	278	320
长期银行存款	255	3335	7192	7192	7192
其他非流动性资产					
资产总值	14,594	30,275	32,514	38,554	45,986
流动负债总值	5,015	7,704	8,061	9,741	11,719
银行借款	0	0	0	0	0
应付贸易款项	1,227	1,599	1,741	2,137	2,591
其他流动性负债	3,788	6,105	6,320	7,604	9,128
非流动负债总值	889	1,467	1,129	1,196	1,265
递延税项负债	103	427	424	424	424
银行借款	0	0	4	4	4
其他	787	1,040	702	768	837
负债总值	5,904	9,171	9,191	10,937	12,984
权益总值	8,689	21,104	23,323	27,617	33,003
普通股	228	239	239	239	239
储备	8,459	20,863	23,082	27,376	32,761
非控股权益	3	3	3	3	3
权益与负债总额	14,594	30,275	32,514	38,554	45,986

现金流量表

百万人民币	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2,763	6,525	5,567	8,130	10,166
税前利润	2,248	5,328	6,366	8,178	10,258
折旧与摊销	1009	1091	1515	1723	2203
融资成本	24	-48	-370	-493	-679
营运资金变动	142	826	8	663	745
其它	-659	-673	-1,952	-1,942	-2,362
投资活动现金流	-992	-6,539	-1,868	-2,140	-3,097
资本支出	-594	-985	-1,567	-2,326	-3,453
其他	-398	-5,554	-301	186	356
融资活动现金流	-513	7,596	-6,899	-1,826	-2,296
借款	0	0	4	0	0
已付股息	-378	-515	-1,432	-1,840	-2,308
其他	-136	8,111	-5,470	15	13
净现金流	1,258	7,583	-3,200	4,164	4,773
外汇变动	-33	-25	0	0	0
期末之现金及等同现金项目	7,187	14,745	11,545	15,709	20,482

利润表

百万人民币	2020	2021	2022E	2023E	2024E
收入	14,457	22,572	26,987	33,136	40,623
销售成本	-7,363	-10,603	-13,351	-16,084	-19,515
毛利	7,094	11,969	13,636	17,052	21,108
其他收入	362	400	650	789	968
经销费用	-4,425	-6,138	-7,275	-8,924	-10,940
行政费用	-805	-1,111	-1,218	-1,435	-1,760
经调整经营利润	2,226	5,121	5,793	7,482	9,376
财务成本	-32	33	370	493	679
联营公司收益	83	159	203	203	203
非经常性损益	-30	16	0	0	0
税前利润	2,248	5,328	6,366	8,178	10,258
所得税开支	-549	-1,317	-1,591	-2,044	-2,564
净利润	1,698	4,011	4,774	6,134	7,694
非控股权益	0	-0	0	0	0
本公司拥有人应占利润	1,698	4,011	4,774	6,134	7,694
经调整后净利润	1,729	3,995	4,774	6,134	7,694
调整后每股摊薄盈利 (人民币)	0.68	1.58	1.81	2.33	2.92

财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
同比增长率变化					
收入	4.2%	56.1%	19.6%	22.8%	22.6%
经营利润	45.4%	130.0%	13.1%	29.2%	25.3%
调整后净利润	16.3%	131.1%	19.5%	28.5%	25.4%
利润率					
毛利率	49.1%	53.0%	50.5%	51.5%	52.0%
经营利润率	15.4%	22.7%	21.5%	22.6%	23.1%
经调整后净利润率	12.0%	17.7%	17.7%	18.5%	18.9%
流动性					
应收账款天数	17	9	5	4	3
库存天数	68	54	51	49	50
应付账款天数	64	49	46	44	44
现金周转天数	21	14	10	9	8
现金流与杠杆率					
自由现金流	2,264	4,900	4,453	5,824	6,680
净负债率	-82.7%	-71.8%	-50.9%	-58.1%	-63.1%
股权分配率	29.6%	28.7%	30.0%	30.0%	30.0%
股息率	0.3%	0.8%	0.9%	1.2%	1.5%
回报率分析					
ROE	21.9%	26.8%	21.5%	24.1%	25.4%
资产周转率	1.1	1.0	0.9	0.9	1.0
净利润率	12.0%	17.7%	17.7%	18.5%	18.9%
金融杠杆	1.7	1.5	1.4	1.4	1.4
ROA	12.7%	17.8%	15.2%	17.3%	18.2%
估值倍数					
市盈率	89.2x	38.2x	33.3x	25.9x	20.7x
企业价值/EBITDA	43.3x	22.5x	19.2x	15.2x	12.1x

资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
增持	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
减持	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

监管披露

有关重要披露事项,请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责条款

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料,但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(统称“招商证券”)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失,概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券,工具或策略,可能并不适合所有投资者,某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制,不能在全球范围内不受限制地提供,和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商,除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外,招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计,可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析,基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准,此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时,并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息,并承担风险。投资者须按照自己的判断,决定是否使用本报告所载的内容和信息,并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见,并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险,而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼，招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Co., Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

香港

招商证券（香港）有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话：+852 3189 6888
传真：+852 3101 0828