

**买入**

2022年08月15日

**2022年上半年业绩表现良好, 维持全年展望**

**► 2022年上半年业绩概况:** 公司录得收入 124 亿元人民币(下同), 同比增长 21.7%; 主要受益于集团“单品牌、多品类、多渠道”的策略, 拓展高质量可盈利店铺, 强化线上线下业务协同, 从而促进各渠道收入健康增长。自营零售/批发/电商/海外业务分别增长 10.9%/28.5%/19.2%/52.1%。产品方面: 鞋类增长 47.1%到 67.6 亿元, 收入占比提升到 54.5%。毛利率下跌 5.9pct 至 50%, 主要受零售折扣的增加(集团进行了战略性的调整)、毛利率较高的直营和电商业务收入占比的下降、原材料和人工成本的上升和存货拨备的增加的影响。受益于正面的经营杠杆效应, 经营开支比率减少 0.9 个百分点到 31.4%。经营利润和股东应占净利润分别上升 4.1%和 11.6%到 26.4 及 21.9 亿元。经营利润率和股东应占净利润率分别达 21.3%及 17.6%。总体业绩表现良好。经营现金流金额为 15.8 亿元; 有所下降, 因为: 采购成本的上涨、为支持供应商更高效的资金周转和生产营运而缩短了支付周期。资产负债状况维持强劲, 持有净现金 180.1 亿元。

**► 渠道库存金额有所增加, 但库存周转和库龄持续优化:** 集团整体零售流水(包括线上及线下)录得高单位数的增长; 新品贡献零售流水的占比提升 6 个百分点。同店增长: 零售/批发/电商分别增长低单位数/下跌低单位数/增长 10-20% 中段。按品类, 运动生活/篮球/健身/跑步分别增长-1%/+30%/-9%/+10%。纵使受疫情导致人流减少; 整体成交率和连带率有中单位数和高单位数的提升, 零售折扣则加深了中单位数的百分点。渠道库存增加 40-50%中段(主要因为生意规模扩大, 集团为抓住生意规模的持续增长机会按计划进行提前布局); 但整体渠道存货周转月和店铺存货周转月继续改善, 到 3.6/2.6。6 个月以上的存货占比减少到 12%。公司存货: 6 个月以上的存货占比减少到 21%。库存周转和结构持续优化有利未来的业务增长。李宁牌和李宁 YOUNG 的销售点分别达 5937(环比增加 2 个)和 1175 个(环比减少 27 个); 店铺总面积增加 20-30%地段, 平均月店效提升了 10-20%低段。

**► 维持 2022 年全年的展望:** 纵使面临疫情反复和经济的挑战, 维持 2022 年全年的展望; 预计收入将增长 10%高段到 20%低段; 净利润率维持 10-20%高段。

**► 目标价 94.8 港元, 维持买入评级:** 2022 年上半年业绩表现良好。渠道库存金额虽有所增加, 但是为了生意规模扩大而提前布局。库存周转和库龄持续优化有利未来的业务增长。公司将继续聚集消费者、市场以及商品, 在商品、渠道、供应链等方面精细化管理, 保证未来公司经营效率的提升。我们继续看好公司“单品牌、多品类、多渠道”的发展战略, 有望继续抢占市场份额。我们维持买入评级, 目标价 94.8 港元, 相当于 2023 年每股盈利预测的 32 倍。

**► 风险因素:** 我们认为以下是一些比较重要的风险: 1) 收入增长不及预期、2) 成本上涨的压力、3) 疫情反复、4) 宏观经济、5) 国际品牌清理存货的影响等。

**王柏俊**
**852-25321915**
**patrick.wong@firstshanghai.com.hk**
**主要数据**

行业	服装纺织
股价	70.1 港元
目标价	94.8 港元 (+35.3%)
股票代码	2331
已发行股本	26.18 亿股
市值	1835 亿港元
52 周高/低	107.66/48.06 港元
每股净现值	8.0 人民币
主要股东	非凡中国 (10.36%)

**盈利摘要**

截止12月31日财政年度	2020实际	2021实际	2022预测	2023预测	2024预测
收入 (百万人民币)	14,457.0	22,572.3	27,149.3	32,947.6	39,392.4
变动 (%)	4.2%	56.1%	20.3%	21.4%	19.6%
净利润 (百万人民币)	1,698	4,011	4,696	6,014	7,425
每股收益 (人民币)	0.69	1.60	1.87	2.40	2.96
变动 (%)	11.7%	131.3%	17.1%	28.1%	23.5%
市盈率 (倍, @ 70.1港元)	82.0	35.5	30.3	23.7	19.2
每股派息 (人民币)	0.20	0.46	0.54	0.69	0.85
息率 (%)	0.4%	0.8%	0.9%	1.2%	1.5%

来源: 公司资料, 第一上海预测

**股价表现**


来源: 彭博

## 附录 1：主要财务报表

	2020年实际	2021年实际	2022年预测	2023年预测	2024年预测		2020年实际	2021年实际	2022年预测	2023年预测	2024年预测
<b>收入</b>	14,457.0	22,572.3	27,149.3	32,947.6	39,392.4	<b>盈利能力</b>					
毛利	7,094.3	11,969.1	13,574.6	16,803.3	20,287.1	毛利率 (%)	49.1%	53.0%	50.0%	51.0%	51.5%
其他业务收入	361.9	400.3	733.0	889.6	1,063.6	净利率 (%)	11.7%	17.8%	17.3%	18.3%	18.8%
销售及管理费用	(5,229.8)	(7,248.8)	(8,416.3)	(10,114.9)	(11,975.3)						
<b>营运收入</b>	2,196.0	5,136.4	5,891.4	7,578.0	9,375.4	<b>营运表现</b>					
利息费用	(66.2)	(112.5)	(70.0)	(70.0)	(70.0)	SG&A/收入 (%)	36.2%	32.1%	31.0%	30.7%	30.4%
利息收入	34.7	145.1	257.1	321.6	398.8	有效税率 (%)	24.4%	24.7%	24.7%	24.7%	24.7%
联营公司	83.5	159.2	159.2	159.2	159.2	派息比率 (%)	29.6%	28.7%	28.7%	28.7%	28.7%
<b>税前盈利</b>	2,247.9	5,328.2	6,237.7	7,988.8	9,863.4	库存周转	68	54	54	54	54
所得税	(549.4)	(1,317.3)	(1,542.2)	(1,975.1)	(2,438.6)	应付账款天数	65	47	47	47	47
<b>净利润</b>	1,698.5	4,010.9	4,695.5	6,013.7	7,424.8	应收账款天数	17	13	13	13	13
折旧及摊销	412.5	869.6	763.2	687.4	633.5						
<b>EBITDA</b>	2,608.5	6,005.9	6,654.6	8,265.4	10,008.8	<b>财务状况</b>					
						负债/资产	0.40	0.30	0.29	0.27	0.25
<b>增长</b>						收入/总资产	0.99	0.75	0.75	0.76	0.75
总收入 (%)	4.2%	56.1%	20.3%	21.4%	19.6%	总资产/股本	1.68	1.43	1.41	1.37	1.34
每股收益 (%)	11.7%	131.3%	17.1%	28.1%	23.5%	利息保障倍数	33.15	45.67	84.16	108.26	133.93
<b>资产负债表</b>						<b>现金流量表</b>					
<人民币> <百万>, 财务年度截至<12月31日>						<人民币> <百万>, 财务年度截至<12月31日>					
	2020年实际	2021年实际	2022年预测	2023年预测	2024年预测		2020年实际	2021年预测	2022年预测	2023年预测	2024年预测
现金	7,187.0	14,744.9	19,619.3	25,455.0	32,114.6	<b>EBITDA</b>	2608.5	6005.9	6654.6	8265.4	10008.8
应收账款	658.8	902.9	967.0	1,173.5	1,403.0	调整项	473.8	(310.9)	763.3	1021.1	1396.0
存货	1,345.5	1,772.8	2,243.8	2,533.2	3,119.9	营运资金变化	295.8	1224.5	741.5	810.4	688.9
其他流动资产	585.2	1,251.3	850.4	850.4	850.4	所得税	(589.3)	(394.2)	(1542.2)	(1975.1)	(2438.6)
<b>总流动资产</b>	9,776.6	18,671.9	23,680.5	30,012.1	37,487.9	<b>营运现金流</b>	2788.8	6525.3	6617.1	8121.7	9655.1
<b>固定资产</b>	1,065.1	1,625.9	1,887.7	1,700.3	1,566.9	资本开支	(418.7)	(2024.3)	(524.3)	(524.3)	(524.3)
无形资产	190.7	187.7	168.0	162.0	157.0	其他投资活动	(602.0)	(4514.4)	(633.9)	(860.1)	(1193.8)
长期投资及其他	3,561.5	9,789.4	10,510.7	11,692.4	13,285.0	<b>投资活动现金流</b>	(1020.7)	(6538.7)	(1158.2)	(1384.4)	(1718.1)
<b>总资产</b>	14,593.9	30,274.8	36,246.9	43,566.9	52,496.8	负债变化	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
						股本变化	0.0	8571.8	0.0	0.0	0.0
应付帐款	1,227.1	1,599.3	1,748.0	2,078.9	2,460.1	其他融资活动	(509.7)	7571.2	(584.5)	(901.6)	(1277.5)
其他应付账款	2,501.0	4,024.7	5,152.5	6,127.9	7,251.8	<b>融资活动现金流</b>	(509.7)	7571.2	(584.5)	(901.6)	(1277.5)
其他短期负债	1,286.9	2,079.9	2,079.9	2,079.9	2,079.9						
<b>总短期负债</b>	5,015.1	7,703.8	8,980.4	10,286.7	11,791.9	<b>现金变化</b>	1258.3	7557.9	4874.4	5835.7	6659.5
租赁负债	688.6	956.5	956.5	956.5	956.5	汇兑损失	(32.7)	0.0	0.0	0.0	0.0
其他负债	200.7	510.4	510.4	510.4	510.4	期初持有现金	5961.4	7187.0	14744.9	19619.3	25455.0
<b>总负债</b>	5,904.4	9,170.7	10,447.3	11,753.6	13,258.7	期末持有现金	7187.0	14744.9	19619.3	25455.0	32114.6
少数股东权益	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6						
<b>股东权益</b>	8686.9	21101.5	25797.1	31810.7	39235.5						

数据来源：公司资料、第一上海预测

## 第一上海證券有限公司

香港中環德輔道中 71 號

永安公司大廈 19 樓

電話: (852) 2522-2101

傳真: (852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司(“第一上海”)編制,僅供機構投資者一般審閱。未經第一上海事先明確書面許可,就本報告之任何材料、內容或印本,不得以任何方式複製、摘錄、引用、更改、轉移、傳輸或分發給任何其他人。本報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作參考之用,並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據,或就其作出要約或要約邀請,也不構成投資建議。閣下不可依賴本報告中的任何內容作出任何投資決策。本報告及任何資料、材料及內容並未有考慮到個別投資者的特定投資目標、財務情況、風險承受能力或任何特別需要。閣下應綜合考慮到本身的投資目標、風險評估、財務及稅務狀況等因素,自行作出本身獨立的投資決策。

本報告所載資料及意見來自第一上海認為可靠的來源取得或衍生,但對於本報告所載預測、意見和預期的公平性、準確性、完整性或正確性,並不作任何明示或暗示的陳述或保證。第一上海或其各自的董事、主管人員、職員、僱員或代理均不對因使用本報告或其內容或與此相關的任何損失而承擔任何責任。對於本報告所載信息的準確性、公平性、完整性或正確性,不可作出依賴。第一上海或其一家或多家關聯公司可能或已經,就本報告所載信息、評論或投資策略,發布不一致或得出不同結論的其他報告或觀點。信息、意見和估計均按“現況”提供,不提供任何形式的保證,並可隨時更改,恕不另行通知。

第一上海並不是美國一九三四年修訂的證券法(「一九三四年證券法」)或其他有關的美國州政府法例下的註冊經紀-交易商。此外,第一上海亦不是美國一九四零年修訂的投資顧問法(下簡稱為「投資顧問法」,「投資顧問法」及「一九三四年證券法」一起簡稱為「有關法例」)或其他有關的美國州政府法例下的註冊投資顧問。在沒有獲得有關法例特別豁免的情況下,任何由第一上海提供的經紀及投資顧問服務,包括(但不限於)在此檔內陳述的內容,皆沒有意圖提供給美國人。此檔及其複印本均不可傳送或被帶往美國、在美國分發或提供給美國人。

在若干國家或司法管轄區,分發、發行或使用本報告可能會抵觸當地法律、規定或其他註冊/發牌的規例。本報告不是旨在向該等國家或司法管轄區的任何人或單位分發或由其使用。

©2022 第一上海證券有限公司 版權所有。保留一切權利。