

2022年8月12日

李宁 (02331.HK)

Xinyuan Zeng 曾新尧

+852 2509 2695

xinyuan.zeng@gjas.com.hk

虽面临挑战，上半年业绩表现仍体现韧性

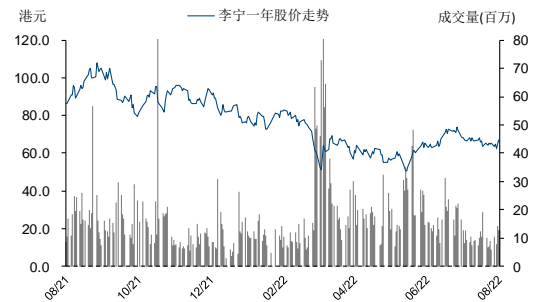
李宁(02331.HK)发布中期业绩，截至2022年6月30日，收入同比上升21.7%至124.09亿元人民币(单位下同)，毛利同比增长8.8%至62.00亿元，权益持有人应占净溢利同比上升11.6%至21.89亿元，净利率由去年同期19.2%下降至17.6%。每股基本收益83.77分。

**虽面临挑战，业绩表现仍体现韧性。**上半年李宁在鞋/服装/配件和器材品类的收入分别达67.59/49.07/7.43亿元，分别同比+47.1%/-3.1%/+37.3%。中国市场电子商务/零售/批发收入占比分别为28.5%/22.5%/47.5%，DTC和批发渠道维持平衡。此外，上半年特许经营收入取得28.5%的增长，表现出经销商对疫情恢复的信心和对未来市场的持续看好。上半年李宁整体毛利率为50.0%(2021年同期为55.9%)。毛利率下滑主要由于在疫情反复的挑战下，公司零售端增加了零售折扣；毛利率较高的直营和电商渠道占收入比重下降；原材料成本和人工成本上涨；存货拨备因存货原值增加而增加。未来伴随疫后消费逐步复苏以及上游原材料价格趋稳，公司进一步优化库龄结构，全年毛利率有望维持稳定水平。

**营运指标保持稳健。**上半年公司整体零售流水(包括在线及线下)录得高单位数增长。由于根据生意规模的持续增长进行提前布局，渠道库存录得40%-50%中段增长。库存周转保持在健康水平，库龄结构持续改善。整体存货周转同比上升0.5至3.6个月，线下店铺存货周转同比下降0.1至2.6个月。渠道新品库存占比同比上升5个百分点至约88%，12个月以上产品库存占比下滑4个百分点至约3%。存货结构保持合理健康。

**投资建议：**虽目前盈利增速有所放缓，但我们仍看好公司“单品牌、多品类、多渠道”的战略方向，产品矩阵不断丰富，核心品类势头强劲。随着疫情缓解，消费逐步复苏，公司仍有希望实现2022年收入录得10%高段至20%低段增长目标。公司将持续受益于国潮消费兴起、新疆棉事件以及建设体育强国的政策支持，维持推荐。

收市价(港元)	66.900
彭博平均目标价(港元)	84.548
彭博目标价区间(港元)	71.890-99.200
潜在上升空间	26.38%
彭博买入/持有/卖出评级数	51/0/0



资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

(%)	1个月	3个月	12个月
绝对变动	-2.12	18.83	-22.61
相对恒指变动	-3.67	24.54	3.92
市值(百万港元)	175,136		
3年预测每股盈利复合增长	20.2		
当前所处过去5年市盈率区间	... .....		
当前所处过去5年市净率区间	... .....		
贝塔值(Beta)	1.2		
200天移动平均(港元)	73.006		
52周低/高位(港元)	48.600-108.200		

资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

彭博最新市场预测

平均	收入(百万人民币)	净利润(百万人民币)	每股盈利(人民币)	市盈率(倍)	市净率(倍)	平均	FY2022
FY2022	26,655	4,679.9	1.813	31.7	6.0	股息率(%)	1.0
FY2023	32,414	5,882.8	2.275	25.3	5.1	ROE(%)	20.2
FY2024	38,901	7,198.9	2.779	20.7	4.3	PEG(倍)	1.4

## 利益披露事项

- (1) 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的上市法团的高级人员。
- (2) 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的上市法团的任何财务权益。
- (3) 除顺丰房托(02191.HK)、晋商银行(02558.HK)、郑州银行(06196.HK)、小鹏汽车-W(09868.HK)外, 国泰君安国际或其集团公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值的1%或以上的财务权益。
- (4) 国泰君安或其集团公司在现在或过去12个月内有与本研究报告所评论的民生银行-H股(01988.HK)、协鑫新能源(00451.HK)、周大福(01929.HK)、彩虹新能源(00438.HK)、商汤-W(00020.HK)、金融街物业(01502.HK)、国美零售(00493.HK)、腾讯控股(00700.HK)、广汽集团-H股(02238.HK)、京东集团-SW(09618.HK)、百度集团-SW(09888.HK)、深圳高速公路股份(00548.HK)、深圳国际(00152.HK)、奥园健康(03662.HK)、金科服务(09666.HK)、雅生活服务(03319.HK)、甘肃银行(02139.HK)、滨海投资(02886.HK)、乐享互动(06988.HK)、华南城(01668.HK)、中国旭阳集团(01907.HK)、阿里巴巴-SW(09988.HK)、碧桂园(02007.HK)、中国联塑(02128.HK)、中梁控股(02772.HK)、四环医药(00460.HK)、中广核电力-H股(01816.HK)、中广核新能源(01811.HK)、中广核矿业(01164.HK)、江苏宁沪高速公路(00177.HK)、交通银行-H股(03328.HK)、中国外运-H股(00598.HK)、绿城中国(03900.HK)、中国有色矿业(01258.HK)、泉峰控股(02285.HK)、新创建集团(00659.HK)、哔哩哔哩-SW(09626.HK)、宝龙地产(01238.HK)、龙光集团(03380.HK)、当代置业(01107.HK)、谭仔国际(02217.HK)、弘阳地产(01996.HK)、合景泰富集团(01813.HK)、新世界发展(00017.HK)、小米集团-W(01810.HK)、旭辉永升服务(01995.HK)、中石化冠德(00934.HK)、中石化炼化工程-H股(02386.HK)、中国石油化工股份-H股(00386.HK)、理文造纸(02314.HK)、中关村科技租赁(01601.HK)存在投资银行业务的关系。
- (5) 国泰君安或其集团公司有, 或将会为本研究报告所评论的吉利汽车(00175.HK)、比亚迪股份-H股(01211.HK)、建设银行-H股(00939.HK)、工商银行-H股(01398.HK)、中银香港(02388.HK)、中国银行-H股(03988.HK)、汇丰控股(00005.HK)、中国平安-H股(02318.HK)、中国人寿-H股(02628.HK)、腾讯控股(00700.HK)、联想集团(00992.HK)、中国移动-H股(00941.HK)、香港交易所(00388.HK)、银河娱乐(00027.HK)、长城汽车-H股(02333.HK)、友邦保险(01299.HK)、金沙中国有限公司(01928.HK)、瑞声科技(02018.HK)、舜宇光学科技(02382.HK)、国药控股-H股(01099.HK)、中国海洋石油(00883.HK)、药明生物(02269.HK)、美团-W(03690.HK)、中国铁塔-H股(00788.HK)、小米集团-W(01810.HK)、阿里巴巴-SW(09988.HK)、网易-S(09999.HK)、京东集团-SW(09618.HK)、中芯国际(00981.HK)、阿里健康(00241.HK)、百度集团-SW(09888.HK)进行庄家活动。
- (6) 受雇于国泰君安国际或其集团公司或与其有联系的个人没有担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。

## 免责声明

本研究报告由从事证券及期货条例(Cap.571)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团 - 国泰君安证券(香港)有限公司(CE Reference: "ABY236", 「国泰君安国际」)所编制及发行, 惟并不代表本研究报告已获香港证券及期货事务监察委员会(「证监会」)认可。本研究报告内容既不代表国泰君安证券(香港)有限公司(「国泰君安国际」)的推荐意见也并不构成所涉及的个别股票的买卖或交易之要约。国泰君安国际或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务(例如:配售代理、牵头经辨人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票)。

国泰君安国际的销售员, 交易员和其它专业人员可能会向国泰君安国际的客户提供与本研究部中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。国泰君安国际及其附属公司的各业务部门可能会做出与本报告的推荐或表达的意见不一致的投资决策。

报告中的资料力求准确可靠, 但国泰君安国际并不对该等数据的准确性和完整性作出任何承诺。报告中可能存在的一些基于对未来政治和经济的某些主观假定和判断而做出预见性陈述, 因此可能具有不确定性。证券价格可升可跌, 甚至变成毫无价值, 过往的表现并非未来表现的指标。买卖证券未必一定能够赚取利润, 反而可能会招致损失。投资者应明白及理解投资证券及投资产品之目的, 及当中的风险。在决定投资前, 如有需要, 投资者务必向其各自专业人士咨询并谨慎抉择。

本研究报告及其所载资料均属机密, 仅限指定收件人士阅览。在未经国泰君安国际的同意下, 不得复制、发布、公布或使用当中的资料。本研究报告并非针对或意图向任何属于任何管辖范围的市民或居民或身处于任何管辖范围的人士或实体发布或供其使用, 而此等发布, 公布, 可供使用情况或使用会违反适用的法律或规例, 或会令国泰君安国际或其集团公司在此等管辖范围内受制于任何注册或领牌规定。

© 2022 国泰君安证券(香港)有限公司 版权所有. 不得翻印  
香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼  
电话(852) 2509-9118 传真(852) 2509-7793  
网址: www.gtjai.com