

股份评论-李宁 (02331)

2022年06月09日

疫后复苏状况佳 估值有望持续回升

行业：服饰

评级：买入

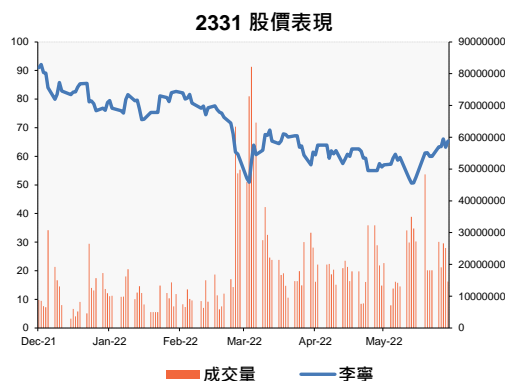
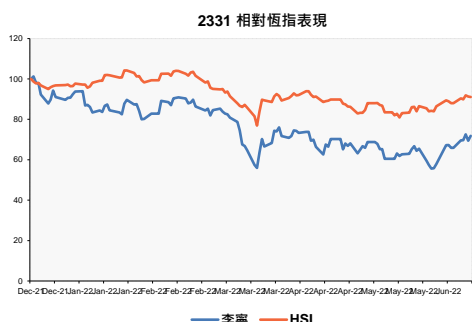
02331.HK, 2331HK

收市价：HKD63.2

目标价：HKD83.7

潜在升幅：32.4%

股價表現 (HKD)			
價格	63.20	1個月相對表現	11.1%
52週最高	108.20	6個月相對表現	-30.3%
52週最低	48.60	52周相對表現	-14.1%
52週Beta	1.41	年至今相對表現	-25.7%



数据源：彭博 09/06/2022

公司简介：

主要从事研究、设计、制造、经销和零售运动及休闲用途之运动鞋、服装及配件。

基础分析：

- 疫情后恢复状况业内领先：**2021年虽然疫情反复仍对经济增长和消费行业有不良影响，不过得益于中国内地受控程度远高于国外水平，及民众对健身、体育、国潮的热情不减，加上集团能够深耕品牌形象，不断探索新的流行趋势，并有效管理成本，优化渠道结构，恢复势头于行业内领先。截至2021年末，集团全年收入同比增加56.1%至225.7亿元（人民币·下同）；股东应占溢利约为40.1亿元，同比增加136.1%。2021年整体毛利率增加3.9个百分点至53.0%。2022年上半年，受疫情反复和去年高基数影响，市场消费略有承压，不过目前内地疫情已基本受控，6月即将迎来「618」购物节，料将为电商消费注入动力，有机会为股价增长带来正面催化作用。据市场统计，去年京东「618」活动中，国潮运动品牌预售成交额同比增加逾500%，会员量同比增加逾60%，其中李宁成交额位列第二。
- 加速收并购，拓展境外市场：**运动国潮品牌于本地的竞争日趋激烈，内地市场未来将逐渐饱和，向境外收并购成为拓展境外市场并持续提高营收的一项有效措施。集团近年来开启了多品牌、国际化战略，先后收购了中国香港本土品牌堡狮龙，意大利百年奢华品牌铁狮东尼 Amedeo Testoni，并即将入主英国知名鞋履品牌 Clarks，该品牌主要市场在欧美，过往三年收入占比达80%以上。交易将有助于二者进行资源整合，为集团带来多方面协同作用，包括营销、供应链、分销渠道等，协助集团进一步扩大全球市场版图，再开启一条增长曲线。市场消息显示，6月中后期交易将最终落定，有机会为股价再添一味催化剂。

买卖策略：

集团股价近期曾冲破早前形成的下降轨道，MACD 进入牛区，技术上正转向强势，回调整固后有机会继续向上挑战。投资者可考虑价格回落于50天线约\$60.4附近分段吸纳做中长线布局，上望2月高位约\$83.7，止蚀价参考跌幅15%位置约\$53.7。

风险提示：新变种疫情再爆发引起管控收紧、收并购进展不急预期、新品发售情况不及预期等。

查詢熱線：230 95555

www.cmbwinglungbank.com

招商永隆銀行有限公司



业绩 (截至 2021 年 12 月 31 日止年度):

截至 2021 年末，集团全年收入同比增加 56.1% 至人民币 225.7 亿元：

財務數字 貨幣: Default 週期: Fiscal Yearly (FY) 年份選取: 3

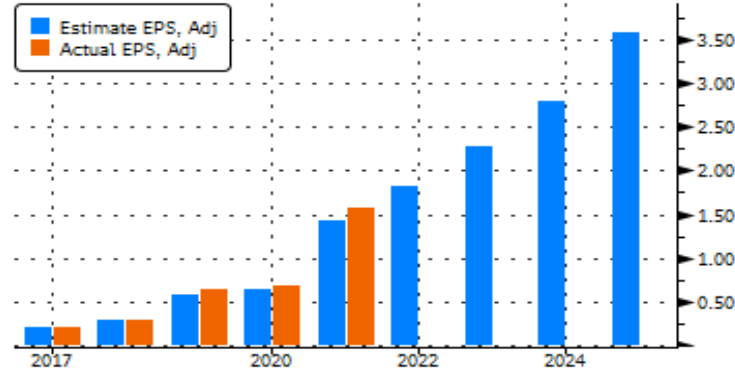
損益表摘要	2FY	1FY	T12M	FY1 2021	FY1 2020	FY1 2019
收入	32,471	26,725	22,572	22,572	14,457	13,870
經營溢利	7,502	5,930	5,136	5,136	2,196	1,543
稅前淨利	7,832	6,234	5,328	5,328	2,248	1,857
非常項目前收入	5,919	4,706	4,011	4,011	1,698	1,499
淨利潤	5,923	4,706	4,011	4,011	1,698	1,499
非常項目前每股收益	2.28	1.82	1.57	1.57	0.67	0.61
每股收益	2.28	1.82	1.60	1.60	0.69	0.62
非常項目前稀釋每股收益	-	-	1.55	1.55	0.66	0.59
稀釋每股收益	-	-	1.58	1.58	0.68	0.60
每股股利	0.72	0.57	0.46	0.46	0.20	0.15
EBITDA	8,499	6,889	6,228	6,228	3,205	2,364
股本回報率	21.76	20.50	-	26.93	21.49	23.17

估值比率	Fiscal Year						
	12/18	12/19	12/20	12/21	12/22E	12/23E	12/24E
市盈率	186.3x	94.1x	85.1x	37.8x	29.9x	23.8x	19.4x
EV/EBIT	15.9x	27.7x	47.8x	32.8x	21.7x	17.2x	14.0x
EV/EBITDA	10.4x	18.1x	32.7x	27.0x	18.7x	15.2x	12.5x
P/S	1.7x	3.6x	7.6x	7.7x	5.3x	4.4x	3.7x
P/B	2.7x	6.7x	12.8x	8.6x	5.6x	4.8x	4.0x
股利率	1.2%	0.7%	0.5%	0.7%	1.0%	1.3%	1.7%
獲利率率 %	12/18	12/19	12/20	12/21	12/22E	12/23E	12/24E
毛利率	48.1	49.1	49.1	53.0	52.3	53.0	53.3
EBITDA 獲利率	11.3	17.0	22.2	27.6	25.8	26.2	26.5
營業率	7.4	11.1	15.2	22.8	22.2	23.1	23.6
獲利率	6.8	10.8	11.7	17.8	17.6	18.2	18.6
資產報酬率	8.9	14.1	12.5	17.9	14.3	16.7	17.9
股本回報率	13.1	23.2	21.5	26.9	20.5	21.8	22.3
槓桿和覆蓋率	12/18	12/19	12/20	12/21			
流動比率	2.3	1.8	1.9	2.4			
速動比率	1.7	1.4	1.6	2.0			
EBIT/利息	179.9	31.8	38.7	76.6			
總債務/資本	0.0	0.1	0.1	0.1			
總債務/權益	0.0	0.1	0.1	0.1			
有效稅率 %	15.9	19.3	24.4	24.7			

數據源：彭博 09/06/2022

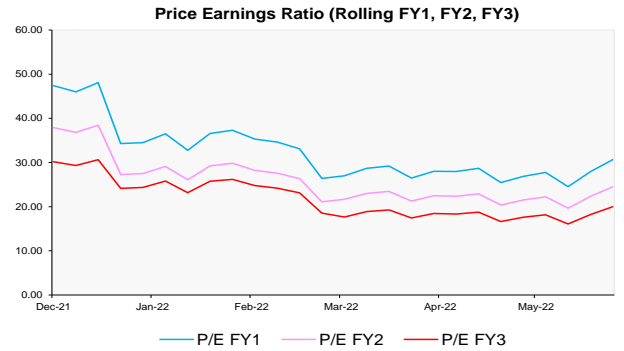
(人民币百萬元計；數據源：彭博 09/06/2022)

預測盈利：



數據源：彭博 09/06/2022

預測市盈率



數據源：09/06/2022

同業市盈率比較：

				定價		表現		評價比率		Price Earnings				
				市值(百萬)	市值(百萬)	1月報酬	6月報酬	日曆化						
				(當地)	(HKD)	(HKD)	(HKD)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
代碼	公司名稱	次產業	貨幣 (當地)	最小	8,519	4.3%	-28.5%	13.8x	12.1x	13.0x	12.1x	10.4x	8.9x	8.9x
				最大	240,970	5.1%	8.7%	49.8x	38.3x	40.4x	27.1x	24.9x	19.4x	15.9x
				平均	96,268	4.6%	-15.9%	29.2x	29.2x	24.2x	17.3x	16.2x	13.1x	11.5x
2331	李寧	Apparel, Accessories & Luxury	HKD	165,941	165,941	11.1%	-30.3%	183.5x	84.6x	79.6x	34.4x	29.9x	23.8x	19.4x
2020	安踏體育	Apparel, Accessories & Luxury	HKD	240,970	240,970	4.3%	-28.5%	49.8x	38.3x	40.4x	27.1x	24.9x	19.4x	15.9x
6110	滔搏	Apparel Retail	HKD	39,316	39,316	4.3%	-27.9%	13.8x	12.1x	13.0x	12.7x	13.4x	10.8x	9.5x
1361	3 6 1 度	Apparel, Accessories & Luxury	HKD	8,519	8,519	5.1%	8.7%	24.0x	37.3x	19.2x	12.1x	10.4x	8.9x	8.9x

數據源：彭博 09/06/2022

同業股本回報率比較：

				定價		表現		評價比率		Return on Equity %				
				市值(百萬)	市值(百萬)	1月報酬	6月報酬	日曆化						
				(當地)	(HKD)	(HKD)	(HKD)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
代碼	公司名稱	次產業	貨幣 (當地)	最小	8,519	4.3%	-28.5%	5.3%	7.2%	6.4%	8.8%	8.8%	7.5%	9.8%
				最大	240,970	5.1%	8.7%	69.5%	43.5%	28.9%	29.2%	25.3%	27.1%	27.6%
				平均	96,268	4.6%	-15.9%	34.2%	26.8%	19.6%	20.9%	19.2%	20.0%	21.4%
2331	李寧	Apparel, Accessories & Luxury	HKD	165,941	165,941	11.1%	-30.3%	13.1%	23.2%	21.5%	26.9%	20.5%	21.8%	22.3%
2020	安踏體育	Apparel, Accessories & Luxury	HKD	240,970	240,970	4.3%	-28.5%	27.8%	29.8%	23.4%	29.2%	25.3%	27.1%	27.6%
6110	滔搏	Apparel Retail	HKD	39,316	39,316	4.3%	-27.9%	69.5%	43.5%	28.9%	24.7%	23.4%	25.5%	26.9%
1361	3 6 1 度	Apparel, Accessories & Luxury	HKD	8,519	8,519	5.1%	8.7%	5.3%	7.2%	6.4%	8.8%	8.8%	7.5%	9.8%

數據源：彭博 09/06/2022

查詢熱線：230 95555

www.cmbwinglungbank.com

招商永隆銀行有限公司



财务数字摘要：

HKD(百萬)	Fiscal Year	預測數字					預測數字				
		12/20	12/21	12/22E	12/23E		12/24E	12/20	12/21	12/22E	12/23E
損益表						資產負債表					
收入	16,268	27,205	31,269	37,992	45,530	流動資產總額	11,614	22,906			
- 銷售成本	8,285	12,780				+ 現金及約當現金項目	8,538	18,089			
毛利	7,983	14,426	16,351	20,141	24,284	+ 短期投資	0	0			
- 銷售、一般及行政開支 (研究及開發成本)	5,795	8,628				+ 應收帳款及票據	783	1,108			
	363	499				+ 存貨	1,598	2,175			
						+ 其他流動資產	695	1,535			
經營溢利	2,471	6,191	6,938	8,778	10,742	長期資產總額	5,723	14,234			
- 利息費用	64	81				+ 長期投資	137	2,478			
- 匯兌損益	-0	37				固定資產總額	4,672	6,267			
- 淨營業外損失(收益)	-122	-349				累計折舊	1,943	2,438			
稅前淨利	2,529	6,422	7,294	9,163	11,182	+ 固定資產淨額	2,729	3,829			
- 所得稅費用	618	1,588				+ 其他長期資產	2,857	7,927			
非常項目前收入	1,911	4,834				流動負債總額	5,957	9,451			
- 非常項目稅後虧損	0	0				+ 應付帳款	1,458	1,962			
- 少數股東權益	0	0				+ 短期借款	476	512			
非常項目前稀釋每股收益	0.76	1.90				+ 其他短期負債	4,024	6,977			
調整後淨利潤*	1,886	4,834	5,506	6,926	8,468	總長期負債	1,057	1,800			
調整後每股收益	0.77	1.90	2.13	2.67	3.27	+ 長期借款	846	1,199			
每股股利	0.23	0.55	0.66	0.84	1.06	+ 其他長期借款	211	600			
股利支付比%	30.0	30.0	0.31	0.32	0.32	總負債	7,014	11,250			
總派息股數	2,474	2,612				+ 長價先股	0	0			
稀釋後在外派息股數	2,512	2,539				+ 少數股權	3	3			
息稅折舊攤銷前盈餘(EBITDA)	3,606	7,506	8,060	9,943	12,054	+ 股本及資本公積	5,068	15,796			
						+ 保留盈餘及其他權益	5,252	10,091			
*淨收入不包括非經常性損益和 一次性收費。						股東權益合計	10,322	25,890			
						總負債及權益	17,336	37,140			
						每股帳面價值	4.17	9.91	11.28	13.34	15.77
						每股有形資產帳面價值	4.08	9.82			

現金流量	預測數字					比率分析	預測數字				
	12/20	12/21	12/22E	12/23E	12/24E		12/20	12/21	12/22E	12/23E	12/24E
淨利	1,911	4,834	5,506	6,930	8,472	評價比率					
+ 折舊及攤銷	1,135	1,315				市盈率	85.1x	37.8x	29.9x	23.8x	19.4x
+ 其他非現金調整數	122	990				EV to EBIT	47.8x	32.8x			
+ 非現金資金變動	159	996				EV to EBITDA	32.7x	27.0x	18.7x	15.2x	12.5x
營業活動現金流量	3,327	8,135				價格/營收	7.6x	7.7x	5.3x	4.4x	3.7x
+ 固定資產處分	9	7				價格/帳面價值	12.8x	8.6x	5.6x	4.8x	4.0x
+ 資本支出	-779	-2,122	-1,299	-1,342	-1,379	股利率	0.5%	0.7%	1.0%	1.3%	1.7%
+ 投資增加	-156	-214				獲利比率					
+ 投資減少額	0	0				毛利率	49.1%	53.0%	52.3%	53.0%	53.3%
+ 其他投資活動	-407	-5,823				EBITDA獲利率	22.2%	27.6%	25.8%	26.2%	26.5%
投資活動現金流量	-1,334	-8,151				營業利率	15.2%	22.8%	22.2%	23.1%	23.6%
+ 支付股利	-425	-621				獲利率	11.7%	17.8%	17.6%	18.2%	18.6%
+ 短期借款變動	0	0				資產報酬率	12.5%	17.9%	14.3%	16.7%	17.9%
+ 長期借款增加	-366	-604				股本回報率	21.5%	26.9%	20.5%	21.8%	22.3%
+ 長期借款減少	213	10,380				價得及覆蓋率					
+ 股本增加	0	0				流動比率	1.95	2.42			
+ 股本減少	-37	-30				速動比率	1.56	2.03			
+ 其他融資活動	-615	9,125				利息保障率(EBIT/I)	38.67	76.61			
融資活動現金流量	1,379	9,109				總債務/資本	0.11	0.06			
現金淨變動	2,548	6,013	5,683	7,474	9,133	總負債/股東權益	0.13	0.07			
自由現金流量 (CFO-CAPEX)	2,596	6,074				其他					
公司自由現金流量	2,191	5,417				資產週轉率	1.07	1.01			
權益自由現金流量	1.04	2.40				應收帳款週轉率	21.49	28.91			
每股可用現金流量						應付帳款週轉率	5.67	7.81			
						存貨週轉率	5.35	6.80			
						有效稅率	24.4%	24.7%			

数据源：彭博 09/06/2022

查詢熱線：230 95555

www.cmbwinglungbank.com

招商永隆銀行有限公司

股份評級準則：

升跌幅	建議評級	內容
>10%	買入	預測未來 12 個月內股票現價潛在升幅高於 10%
>5% 至 10%	保守性買入	預測未來 12 個月內股票現價潛在升幅介乎 >5-10%
0 至 5%	中性	預測未來 12 個月內股票現價潛在升幅介乎 0-5%
< 0%	減持	預測未來 12 個月內股票現價潛在跌幅高於 0%

風險披露

以上資料僅供參考，並不構成及不應被視為對任何人作出認購或出售的要約。招商永隆銀行有限公司（「本公司」）為招商銀行的全資附屬公司。招商局集團內的公司及 / 或其高級職員、董事、代理人及僱員可能持有不時在本資料所述全部或任何證券或投資的倉盤，亦可能會為本身買賣全部或任何該等證券或投資項目。招商局集團內的公司可能會就該等證券提供投資服務、或承銷該等證券或作為該等證券的莊家。招商局集團可能會就因該等證券或投資項目而提供的服務賺得佣金或其他費用。本數據所載資料乃秉誠提供，並取自於所示日期相信為可靠及準確之資料來源。然而，本公司並無核實所有資料，亦不表示有關資料對閣下所需用途是否準確或完整，故不應加以依賴。本公司並無責任更新資料或改正任何其後显现之錯誤。本數據所載述的意見、估算及其他資料可予更改或撤回，恕不另行通知。

投資涉及風險。證券價格可升亦可跌，甚至會變成毫無價值，過往業績數據並非未來業績的指標，投資者有機會損失全部投資。本資料提供之任何投資建議並未考慮個別投資者的特定投資目標及 / 或財政資源，因此未必適合所有投資者。投資者應自行運用獨立思考能力評估投資此等產品的適合性與涉及之風險，如認為需要，於作出任何認購或購買行動前諮詢其法律、財務、稅務、會計及其他獨立專業顧問，以確保作出適合其本身情況（如公民權、稅務限制）、投資目的、財務狀況及其他獨特需要的投資決定。

Disclaimer

The above information is for reference only and does not constitute and should not be regarded as any offer to purchase or sell. CMB Wing Lung Bank Limited is the wholly-owned subsidiary of China Merchants Bank. Members of China Merchants Group, their senior management, directors, agents and employees may from time to time have a position (on a principal basis or otherwise); or from time to time conduct transactions in all or any of the securities or investment products mentioned herein. Members of China Merchants Group may provide services or act as an underwriter, sponsor or coordinator of any company and affiliates of such company whose securities are mentioned herein. China Merchants Bank Group may derive commission fees or other charges from providing the abovementioned services. The information herein (including any expression of opinion or forecast) is provided in good faith and has been obtained and derived from sources believed to be reliable and accurate at the date indicated. However, we have not verified all the information and we do not represent that it is accurate or complete for your purpose and it should not be relied upon as such. We may not, and have no obligation to, update the information or correct any inaccuracy which subsequently becomes apparent. Opinions, estimates and other information contained herein may be changed or withdrawn without prior notice.

Investment involves risks. The price of securities may go down as well as up, or even become worthless. Past performance is not indicative of future performance. Under certain circumstances an investor may sustain a total loss of their investment. The information may not suit every investor's needs. Therefore, an investor should make an appraisal of the risks involved in investing in these products and should consult his or her own legal, financial, tax, accounting and other independent professional advisors, to ensure that any decision made is suitable with regards to that investor's circumstances (including but not limited to his or her civic rights and tax restrictions), investment purposes, financial positions and any other specific needs.

查詢熱線：230 95555
www.cmbwinglungbank.com

招商永隆銀行有限公司