

# 股份評論-李寧 ( 02331 )

2022年06月09日

## 疫後復甦狀況佳 估值有望持續回升

行業：服飾

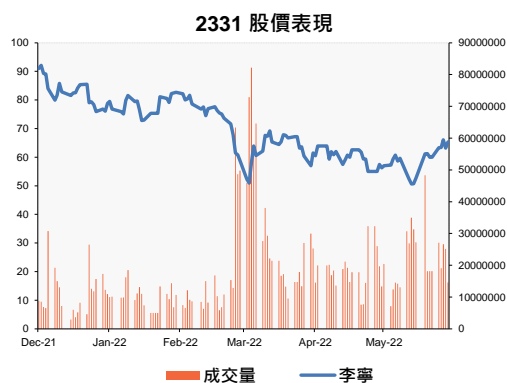
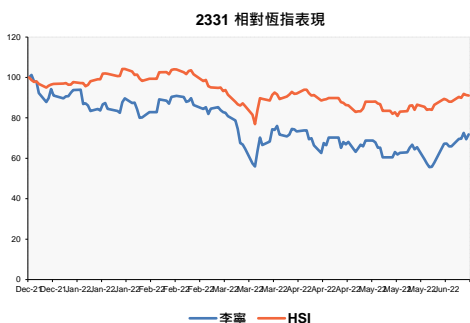
**評級：買入**

02331.HK, 2331HK

收市價：HKD63.2

**目標價：HKD83.7**
**潛在升幅：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%



資料來源：彭博 09/06/2022

### 公司簡介：

主要從事研究、設計、製造、經銷和零售運動及休閒用途之運動鞋、服裝及配件。

### 基礎分析：

- **疫情後恢復狀況業內領先：**2021年雖然疫情反覆仍對經濟增長和消費行業有不良影響，不過得益於中國內地受控程度遠高於國外水平，及民眾對健身、體育、國潮的熱情不減，加上集團能夠深耕品牌形象，不斷探索新的流行趨勢，並有效管理成本，優化渠道結構，恢復勢頭於行業內領先。截至2021年末，集團全年收入同比增加56.1%至225.7億元（人民幣·下同）；股東應佔溢利約為40.1億元，同比增加136.1%。2021年整體毛利率增加3.9個百分點至53.0%。2022年上半年，受疫情反覆和去年高基數影響，市場消費略有承壓，不過目前內地疫情已基本受控，6月即將迎來「618」購物節，料將為電商消費注入動力，有機會為股價增長帶來正面催化作用。據市場統計，去年京東「618」活動中，國潮運動品牌預售成交額同比增加逾500%，會員量同比增加逾60%，其中李寧成交額位列第二。
- **加速收併購，拓展境外市場：**運動國潮品牌於本地的競爭日趨激烈，內地市場未來將逐漸飽和，向境外收併購成為拓展境外市場並持續提高營收的一項有效措施。集團近年來開啟了多品牌、國際化戰略，先後收購了中國香港本土品牌堡獅龍，意大利百年奢華品牌铁狮东尼 Amedeo Testoni，並即將入主英國知名鞋履品牌 Clarks，該品牌主要市場在歐美，過往三年收入佔比達80%以上。交易將有助於二者進行資源整合，為集團帶來多方面協同作用，包括營銷、供應鏈、分銷渠道等，協助集團進一步擴大全球市場版圖，再開啟一條增長曲線。市場消息顯示，6月中後期交易將最終落定，有機會為股價再增添一味催化劑。

### 買賣策略：

集團股價近期曾衝破早前形成的下降軌道，MACD 進入牛區，技術上正轉向強勢，回調整固後有機會繼續向上挑戰。投資者可考慮價格回落於50天線約\$60.4附近分段吸納做中長線佈局，上望2月高位約\$83.7，止蝕價參考跌幅15%位置約\$53.7。

風險提示：新變種疫情再爆發引起管控收緊、收併購進展不急預期、新品發售情況不及預期等。

**查詢熱線：230 95555**
[www.cmbwinglungbank.com](http://www.cmbwinglungbank.com)

招商永隆銀行有限公司



## 業績 (截至 2021 年 12 月 31 日止年度):

截至 2021 年末，集團全年收入同比增加 56.1% 至人民幣 225.7 億元：

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%

獲利比率 %							
	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
營業利率	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

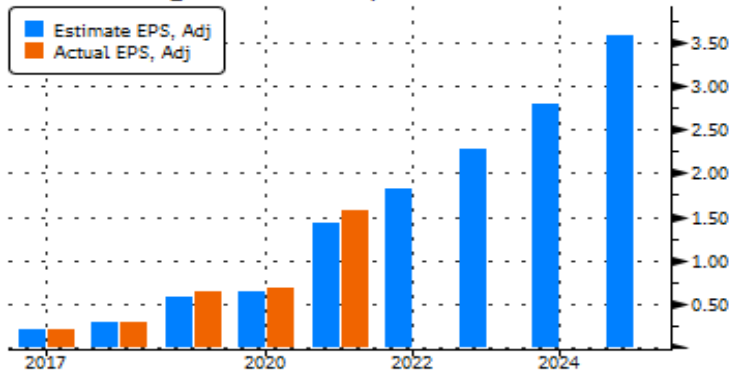
槓桿和覆蓋率				
	12/18	12/19	12/20	12/21
流動比率	2.3	1.8	1.9	2.4
速動比率	1.7	1.4	1.6	2.0
EBIT/利息	179.9	31.8	38.7	76.6
總債務/資本	0.0	0.1	0.1	0.1
總債務/權益	0.0	0.1	0.1	0.1
有效稅率 %	15.9	19.3	24.4	24.7

資料來源：彭博 09/06/2022

財務數字	貨幣:		週期:		Fiscal Yearly (FY)		年份選取:
	Default						3
<b>損益表摘要</b>	<b>2FY</b>	<b>1FY</b>	<b>T12M</b>	<b>FY1 2021</b>	<b>FY1 2020</b>	<b>FY1 2019</b>	
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	

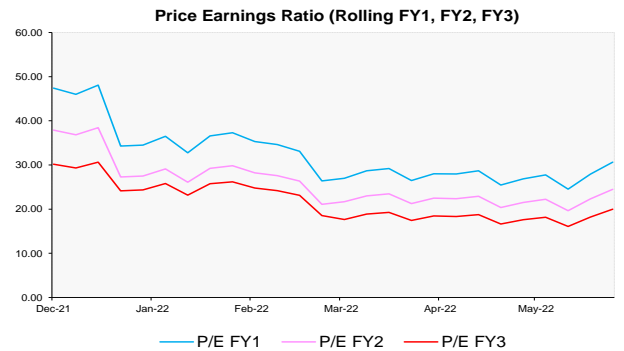
(人民幣百萬元計; 資料來源: 彭博 09/06/2022)

## 預測盈利:



資料來源：彭博 09/06/2022

## 預測市盈率



資料來源：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		

資料來源：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%		

資料來源：彭博 09/06/2022

查詢熱線：230 95555

www.cmbwinglungbank.com

招商永隆銀行有限公司



## 財務數字摘要：

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	12/24E
<b>損益表</b>						<b>資產負債表</b>					
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	5,795	8,628				+ 應收帳款及票據	783	1,108			
(研究及開發成本)	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			
						+ 固定資產淨額	2,729	3,829			
稅前淨利	2,529	6,422	7,294	9,163	11,182	+ 其他長期資產	2,857	7,927			
- 所得稅費用	618	1,588				流動負債總額	5,957	9,451			
非常項目前收入	1,911	4,834				+ 應付帳款	1,458	1,962			
- 非常項目稅後虧損	0	0				+ 短期借款	476	512			
- 少數股東權益	0	0				+ 其他短期負債	4,024	6,977			
非常項前稀釋每股收益	0.76	1.90				總長期負債	1,057	1,800			
						+ 長期借款	846	1,199			
調整後淨利潤*	1,886	4,834	5,506	6,926	8,468	+ 其他長期借款	211	600			
調整後每股收益	0.77	1.90	2.13	2.67	3.27	總負債	7,014	11,250			
每股股利	0.23	0.55	0.66	0.84	1.06	+ 長優先股	0	0			
股利支付比%	30.0	30.0	0.31	0.32	0.32	+ 少數股權	3	3			
總派息股數	2,474	2,612				+ 股本及資本公積	5,068	15,796			
稀釋後在外派息股數	2,512	2,539				+ 保留盈餘及其他權益	5,252	10,091			
息稅折舊攤銷前盈餘(EBITDA)	3,606	7,506	8,060	9,943	12,054	股東權益合計	10,322	25,890			
						總負債及權益	17,336	37,140			
*淨收入不包括非經常性損益和 一次性收費						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			

	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	12/24E	
<b>現金流量</b>						<b>比率分析</b>					
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
						價格/帳面價值	12.8x	8.6x	5.6x	4.8x	4.0x
+ 固定資產處分	9	7				股利率	0.5%	0.7%	1.0%	1.3%	1.7%
+ 資本支出	-779	-2,122	-1,299	-1,342	-1,379	獲利率率					
+ 投資增加	-156	-214				毛利率	49.1%	53.0%	52.3%	53.0%	53.3%
+ 投資減少額	0	0				EBITDA獲利率	22.2%	27.6%	25.8%	26.2%	26.5%
+ 其他投資活動	-407	-5,823				營業率	15.2%	22.8%	22.2%	23.1%	23.6%
投資活動現金流量	-1,334	-8,151				獲利率	11.7%	17.8%	17.6%	18.2%	18.6%
						資產報酬率	12.5%	17.9%	14.3%	16.7%	17.9%
+ 支付股利	-425	-621				股本回報率	21.5%	26.9%	20.5%	21.8%	22.3%
+ 短期借款變動	0	0				償付及覆蓋率					
+ 長期借款增加	-366	-604				流動比率	1.95	2.42			
+ 長期借款減少	213	10,380				速動比率	1.56	2.03			
+ 股本增加	0	0				利息保障率(EBIT/I)	38.67	76.61			
+ 股本減少	-37	-30				總債務/資本	0.11	0.06			
+ 其他融資活動	-615	9,125				總負債/股東權益	0.13	0.07			
融資活動現金流量	1,379	9,109				其他					
現金淨變動	2,548	6,013	5,683	7,474	9,133	資產週轉率	1.07	1.01			
自由現金流量 (CFO-CAPEX)	2,596	6,074				應收帳款週轉率	21.49	28.91			
公司自由現金流量	2,191	5,417				應付帳款週轉率	5.67	7.81			
權益自由現金流量	1.04	2.40				存貨週轉率	5.35	6.80			
每股可用現金流量						有效稅率	24.4%	24.7%			

資料來源：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應該等證券或投資專案而提供的服務賺得佣金或其他費用。本資料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顯現之錯誤。本資料所載述的意見、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](http://www.cmbwinglungbank.com)

招商永隆銀行有限公司