

**李宁公司 (2331.HK)**
**国潮文化助驱业绩快速增长，童装业务将成为新增长引擎**
**投资要点：**

**下半年销售将有望实现较快增速：**过往经验表明，服饰行业在疫情稳定后销售表现明显优于整体零售市场。2020年5月至2021年5月，服装鞋帽针纺织品销售总额月均同比增幅约15.84%，高于社会消费品零售总额同期月均同比增幅约9.18%。随着上海等城市逐步复工复产，叠加“稳增长”政策持续发力，前期受抑制的消费需求将明显释放，预期下半年纺织服装行业销售将有望走出类似于2020年的表现，运动服饰行业也将受惠于整体销售回暖。作为行业龙头企业，李宁公司下半年销售将有望实现较快增速。

**受益于国潮文化的兴起：**“新疆棉事件”在去年持续发酵升温，导致处于风暴中心的H&M、Nike、Adidas等国际快销时尚以及运动休闲品牌销售自2021年第二季度开始遇冷。事件也同时催化国潮文化进一步发展。李宁公司自2018年起加大力度拓展运动时尚品类业务，成功推出新系列中国李宁，重新定义国潮文化，并取得好成绩和用户认可。在国潮文化驱动下，中国李宁系列近年销售表现持续强劲。2021年，运动生活品类零售流水同比增长约71%。

**童装业务发展空间广阔，有望成为业绩新增长引擎：**我国童装行业当前竞争格局高度分散。行业前五家企业2020年市占率仅达约12.6%，远低于运动鞋服行业同期约59.1%。此外，童装行业2011年至2019年市场规模年复合增长率「CAGR」达约12.0%。受疫情影响，2020年市场规模同比倒退约4.1%，但预期在2021年至2025年CAGR将达到约13.4%。李宁公司近年也加码布局童装业务，在2016年对童装业务重新规划发展策略，着重推出李宁青少年品牌李宁YOUNG，门店数量由2017年第三季度87间大幅提升至2022年首季度1,135间。相关业务2021年零售流水和同店销售分别同比增长70%-80%和30%-40%。随着公司进一步加大对童装业务布局，凭借李宁品牌优势、卓越的零售运营能力，将可受益于童装行业市场集中度提升以及行业持续增长所带来的机遇，预期相关业务有望成为公司未来业绩新增长引擎。

**盈利预测与投资建议：**我们预期公司于2022至2024财年的盈利分别约为46.7亿元、58.8亿元及71.8亿元，同比上升约16.3%、26.1%及22.0%。根据现金流折现估值模型之推算，我们给予公司83.5港元的目标价，对应2022财年、2023财年和2024财年之预测市盈率分别约39.8倍、31.6倍和25.9倍。基于目标价较7月4日收市价71.7港元有约16.5%的上涨空间，因而给予公司“买入”评级。

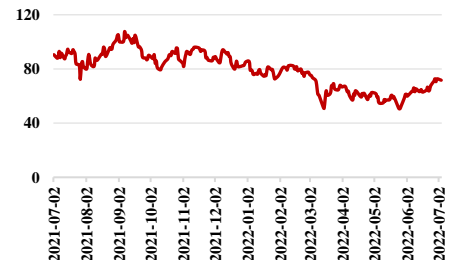
**财务摘要：**

单位：亿元人民币	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
收入	138.7	144.6	225.7	266.5	327.8	391.8
毛利	68.1	70.9	119.7	138.6	172.1	207.7
经营利润	15.4	22.0	51.4	59.5	75.1	91.7
盈利	15.0	17.0	40.1	46.7	58.8	71.8

**报告日期：2022-07-05**
**首次覆盖**
**投资评级：**
**买入**
**基本数据**

所属板块	运动服饰
最新价	71.7 港元
市值	1,876.8 亿港元
52周区间	48.6-108.2 港元
3个月日均成交量	19.8 百万股
主要股东持股比例	10.57%

 数据来源：WIND、HKEX  
 注：截止2022年7月4日

**一年行情图**


数据来源：WIND

**分析员**

姓名：高景东

中央编号：AYP093

电话：+852-2501 1037

电邮：tony.ko@ssif.com.hk

## 目录

<b>1.公司概况</b> .....	<b>3</b>
1.1 公司简介 .....	3
1.2 发展沿革 .....	3
1.3 股权结构 .....	4
<b>2.公司分析</b> .....	<b>5</b>
2.1 高增长重新启航 .....	5
2.2 坚持「单品牌、多品类、多渠道」策略，品牌力持续提升 .....	5
2.3 运营效率明显提升，创造“李宁式”体验价值 .....	8
<b>3.投资亮点</b> .....	<b>13</b>
3.1 政策催化体育产业持续快速发展 .....	13
3.2 下半年销售将有望实现较快增速 .....	14
3.3 受益于国潮文化的兴起 .....	15
3.4 童装业务发展空间广阔，有望成为业绩新增长引擎 .....	17
<b>4.盈利预测与投资建议</b> .....	<b>19</b>
<b>5.投资风险</b> .....	<b>21</b>
<b>6.财务报表摘要</b> .....	<b>22</b>

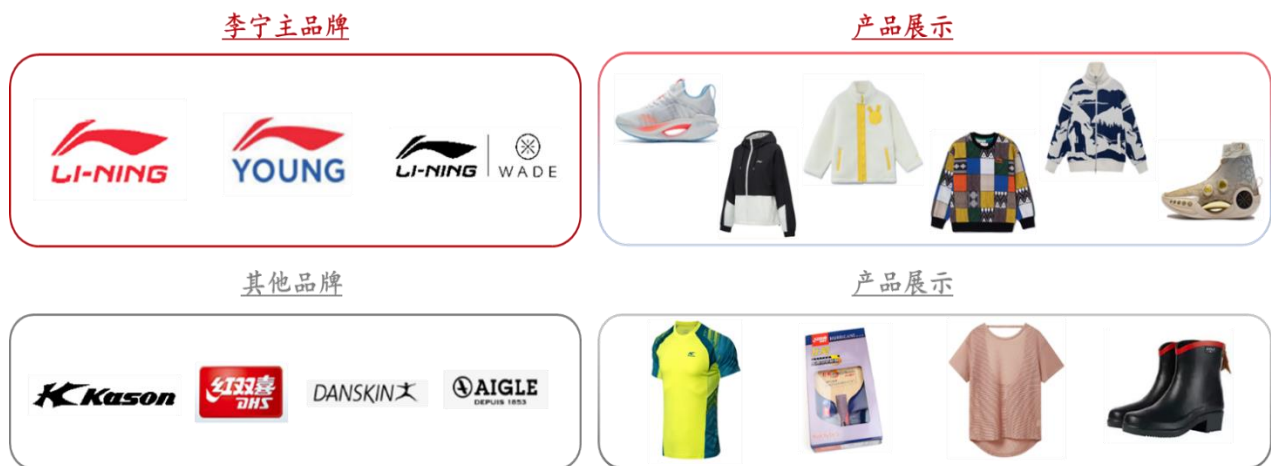
## 1. 公司概况

### 1.1 公司简介

李宁公司是“体操王子”李宁先生在 1990 年创立的专业体育品牌公司。公司目前拥有完善的品牌营销、研发、设计、制造、经销及零售能力。以经营李宁品牌专业及休闲运动鞋、服装、器材和配件产品为主。

除核心品牌李宁牌外，公司也生产、开发、推广、分销、销售多个自有、特许或与其其他合作企业设立的合资/联营企业经营的其他品牌体育产品，包括红双喜乒乓球产品、AIGLE（艾高）户外运动用品、Danskin 舞蹈和瑜伽时尚健身产品及 Kason（凯胜）羽毛球产品。

图表 1：李宁公司旗下品牌以及产品矩阵



数据来源：公司公告、演示材料以及官网、淘宝网、山证国际研究部整理

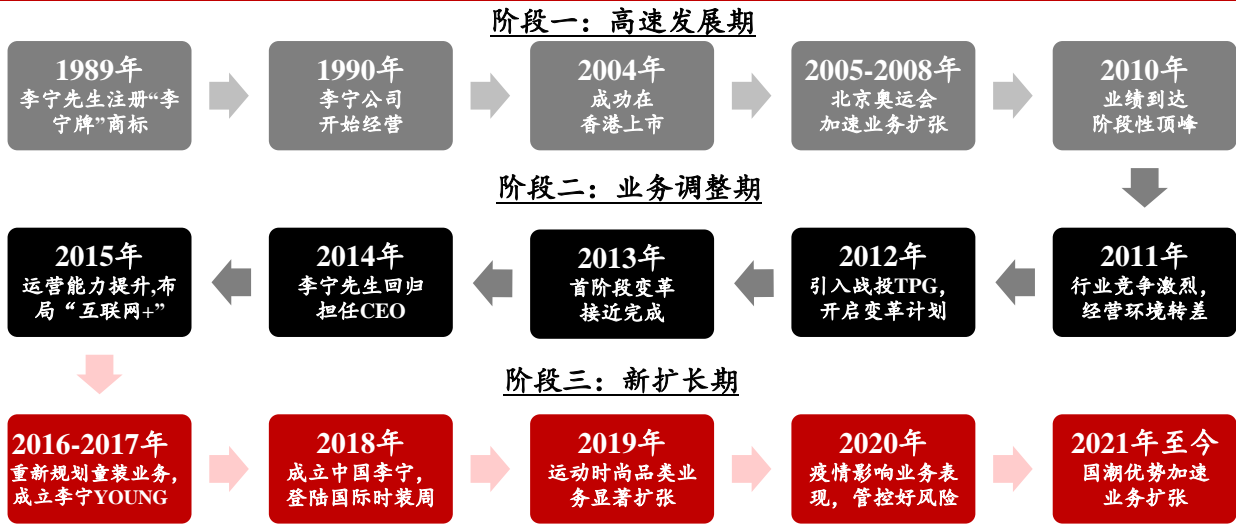
### 1.2 发展沿革

李宁公司发展大致上可以分为三个阶段。阶段一：自公司在 1990 年开始运营，凭借李宁先生作为家喻户晓“体操王子”的名气，以及体育营销及赞助资源等加持，公司业务得到快速发展。2004 年，公司成功在香港联交所主板上市。随后，公司业务在中国举办奥运会带来的运动热潮支持下加速扩张。2010 年，公司业绩达到阶段性顶峰。

阶段二：2011 年开始，过度扩张导致行业竞争激烈以及过量渠道库存积压令经营情况转差。公司在 2012 年引入战略投资者 TPG，并开启全方位的变革计划，从传统批发式运营转为以零售及体育营销为导向的运营模式。经过一系列业务变革后，公司的整体运营能力在 2015 年明显提升。

阶段三：2016 年，公司对童装业务重新规划发展策略，推出青少年品牌李宁 YOUNG。2018 年，公司又推出新的运动时尚系列---中国李宁，并成功登陆国际时装周进行产品推广。2019 年，国潮崛起助驱中国李宁系列销售实现爆发式增长。在新冠疫情扰动下，公司 2020 年业务受到一定影响，但在 2021 年则重拾增长势头，并开启公司新一轮扩张期。

图表 2: 李宁公司发展沿革

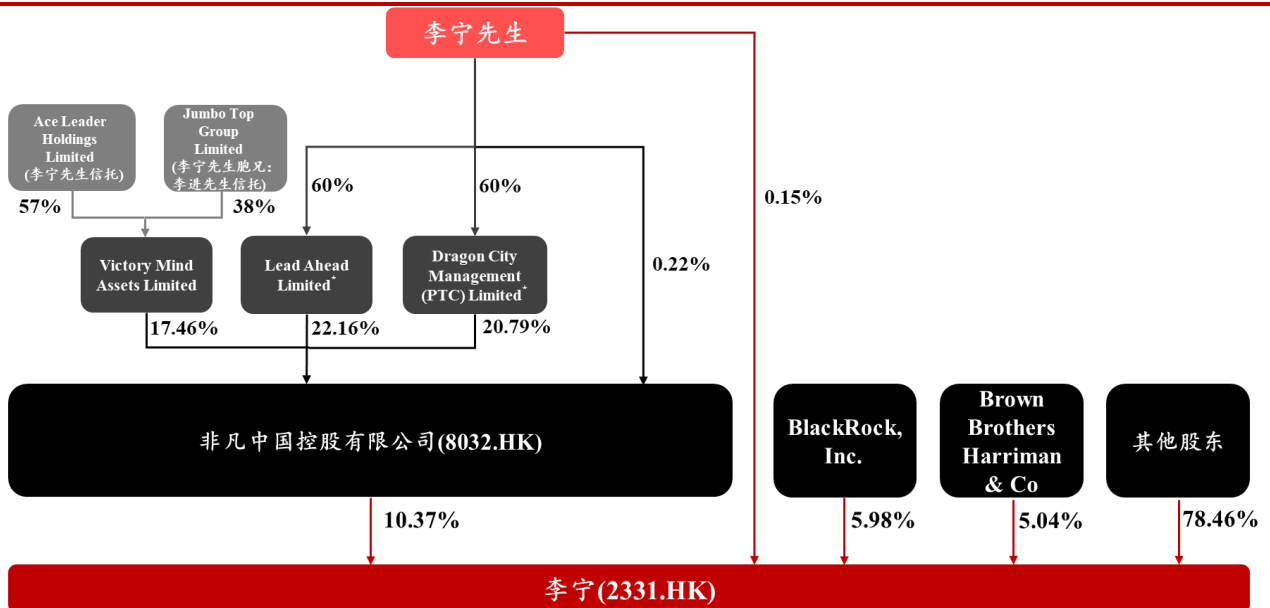


数据来源：公司公告、演示材料以及官网、山证国际研究部整理

### 1.3 股权结构

李宁公司目前股权结构相对分散。截至 2021 年 12 月底，李宁先生及其胞兄李进先生透过非凡中国合共持有公司 10.37% 股权，而李宁先生也直接持有公司 0.15% 股权。此外，BlackRock, Inc. 和 Brown Brothers Harriman & Co. 分别持有 5.98% 和 5.04% 股权。

图表 3: 李宁公司股权架构图



\* 相关公司 40% 股权由李进先生/其拥有之信托持有; 截至 2021 年 12 月 31 日

数据来源：公司公告、山证国际研究部整理

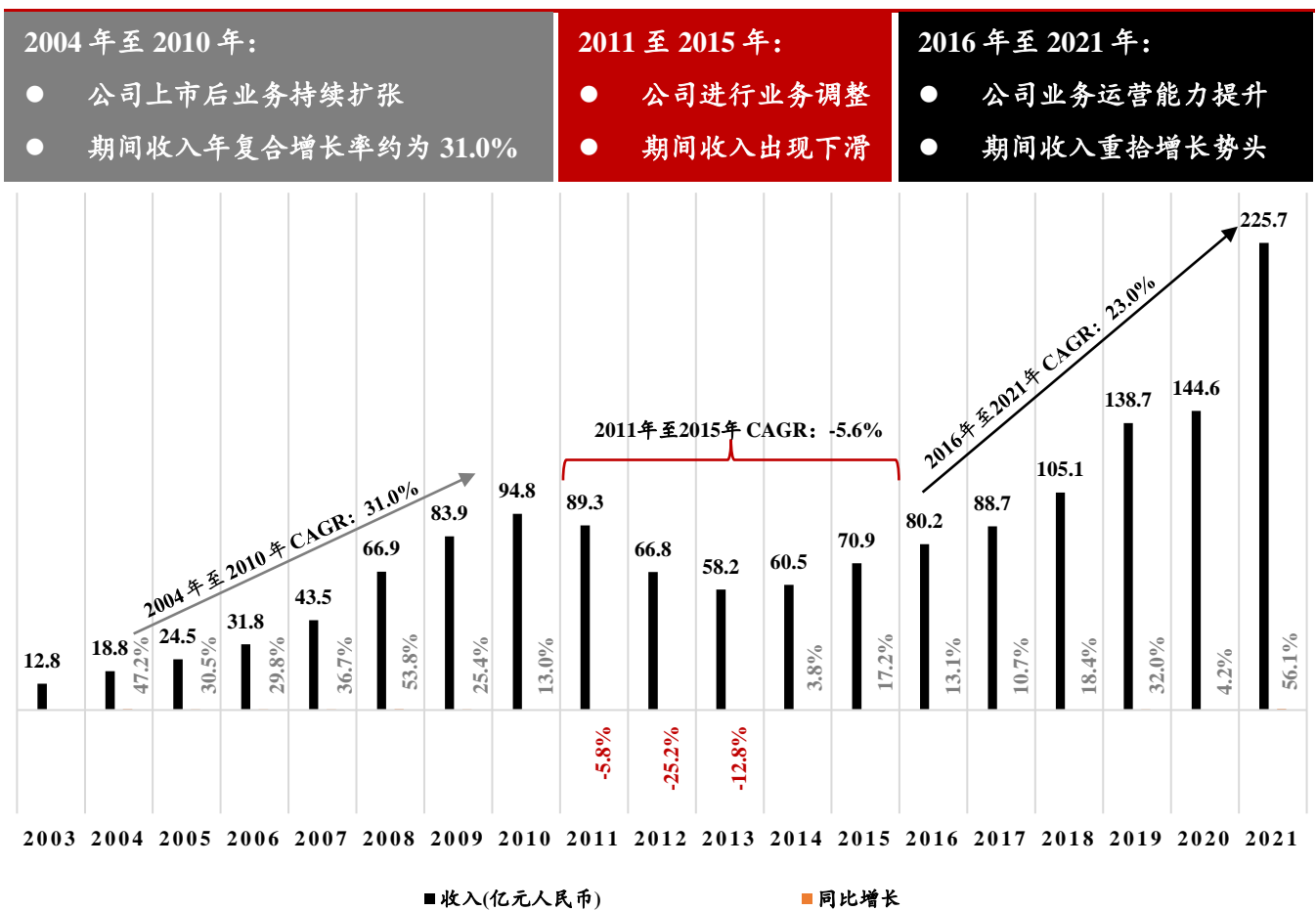
## 2. 公司分析

### 2.1 高增长重新启航

李宁公司 2004 年在香港联交所上市后，业务持续扩张，收入录得高速增长，在 2010 年以近 95 亿元(人民币·下同)达到阶段性顶峰。随后，行业竞争加剧，过量渠道存货导致公司经营转差，在 2012 年引入战略投资者 TPG，并开始对业务的渠道、产品、供应链以及数字化等多方面作出调整，收入也在 2011 至 2013 年录得同比下滑。

2014 年开始，业务变革计划成效开始显现，业务经营能力持续提升，收入也回复正增长，继 2018 年突破百亿后，在 2021 年又突破两百亿大关。

图表 4：李宁公司收入以及同比表现



数据来源：公司公告、演示材料以及网站、WIND、山证国际研究部整理

### 2.2 坚持「单品牌、多品类、多渠道」策略，品牌力持续提升

李宁公司自 2012 年起开始把业务发展聚焦在“中国市场”，“核心品牌”以及“核心体育品类”，并于 2018 年提出“单品牌、多品类、多渠道”的发展策略，进一步提升公司品牌力。

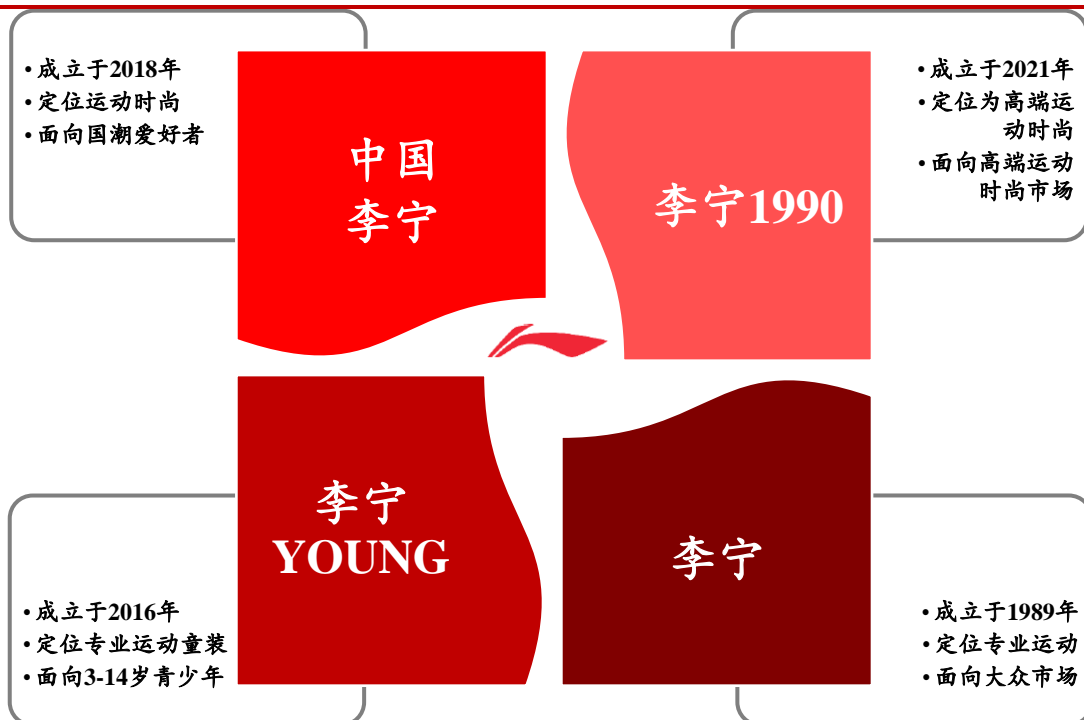
图表 5: 李宁公司“单品牌、多品类、多渠道”的发展策略简介图



数据来源: 公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

“单品牌”是指在“李宁主品牌”上延伸出其他产品系列/子品牌，挖掘新目标消费群体的需求，以拓宽销售。公司在 2016 年和 2018 年分别成立青少年品牌「李宁 YOUNG」以及运动时尚系列「中国李宁」，2021 年又推出全新高端运动时尚子品牌「李宁 1990」，紧抓国潮吸引年轻消费者的契机，持续提升市场份额。

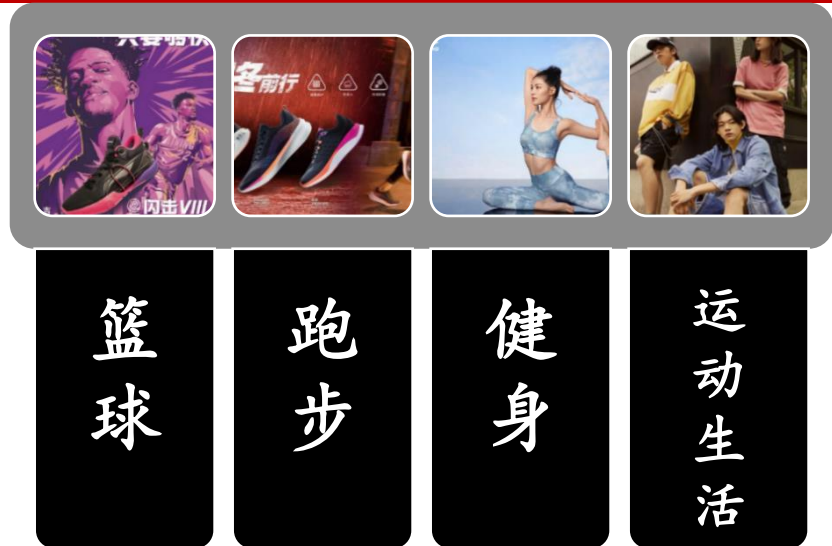
图表 6: 李宁公司旗下李宁主品牌各系列/子品牌展示图



数据来源: 公司网站、公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

“多品类”方面，公司自 2013 年以来专注于五大核心体育品类发展，其中包括篮球、跑步、健身、运动生活以及其他品类。2021 年，五大核心体育品类收入占比分别约为 25%、16%、15%、43%和 1%。

图表 7：李宁公司核心体育品类布局展示图

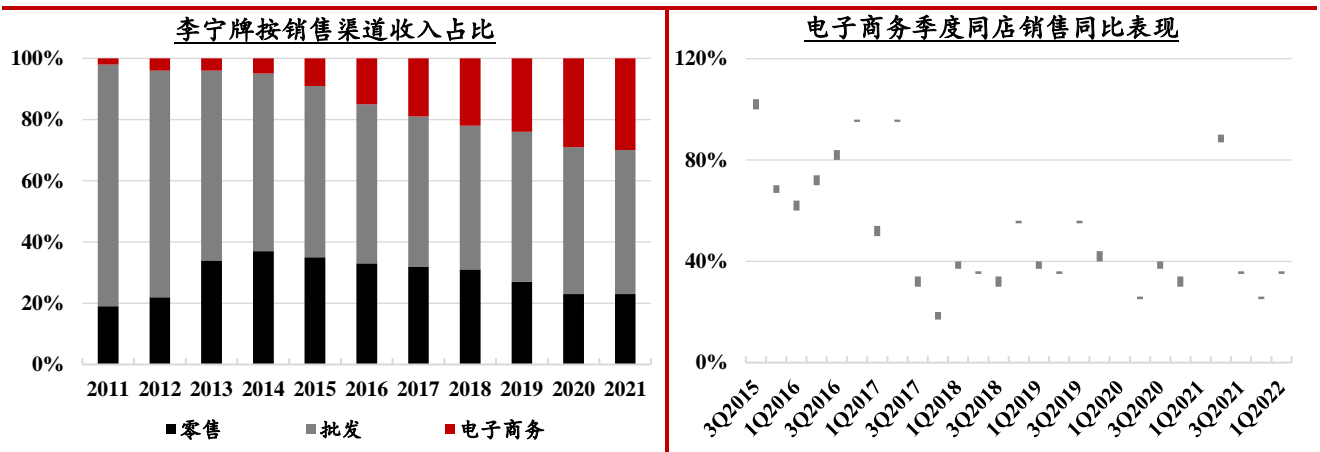


数据来源：公司演示材料、山证国际研究部整理

渠道方面，公司近十年持续实施“多渠道”策略，除了优化以及升级改造不同系列的实体店铺之外，公司在 2011 年也开始布局电商业务，在 2015 年加速拓展，李宁牌电商业务 2021 年收入占比由 2011 年约 2% 明显上升至约 30%。

此外，电子商务 2022 年首季度同店销售在高基数下仍同比录得 30%-40% 增长，增幅高于线下渠道(20%-30%)。

图表 8：李宁牌(国际市场和李宁 YOUNG 除外)按销售渠道收入占比和电子商务同店销售同比表现



数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

### 2.3 运营效率明显提升，创造“李宁式”体验价值

李宁公司自 2012 年起开始从传统批发式运营转为以零售及体育营销为导向的运营模式推出一系列变革举措，主要围绕着提升产品、渠道以及零售运营能力，为用户创造“李宁式”体验价值。

图表 9：李宁公司 2015 年以「三大支柱」战略为用户创造“李宁式”体验价值

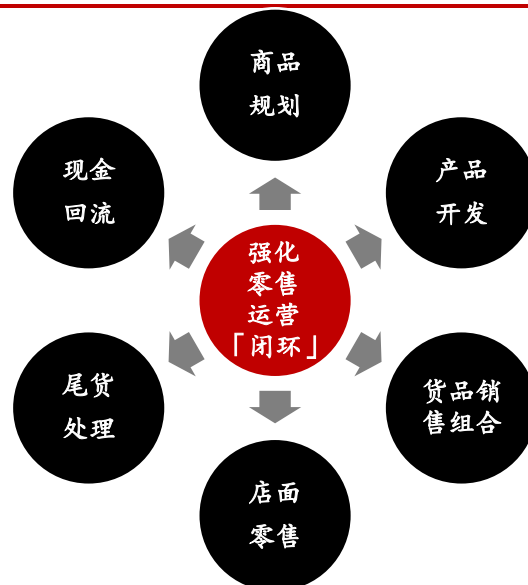


数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

#### 2.3.1 精准掌握产品完全销售模式，全方位强化零售运营能力

经过多年的经验累积，叠加持续数字化升级赋能，公司目前整体零售运营能力已得到明显提升，并能够精准地掌握产品的完全销售模式，通过实现从商品规划至现金回流的「闭环」效应，促进环内良性循环，各项指标也因此显著改善。

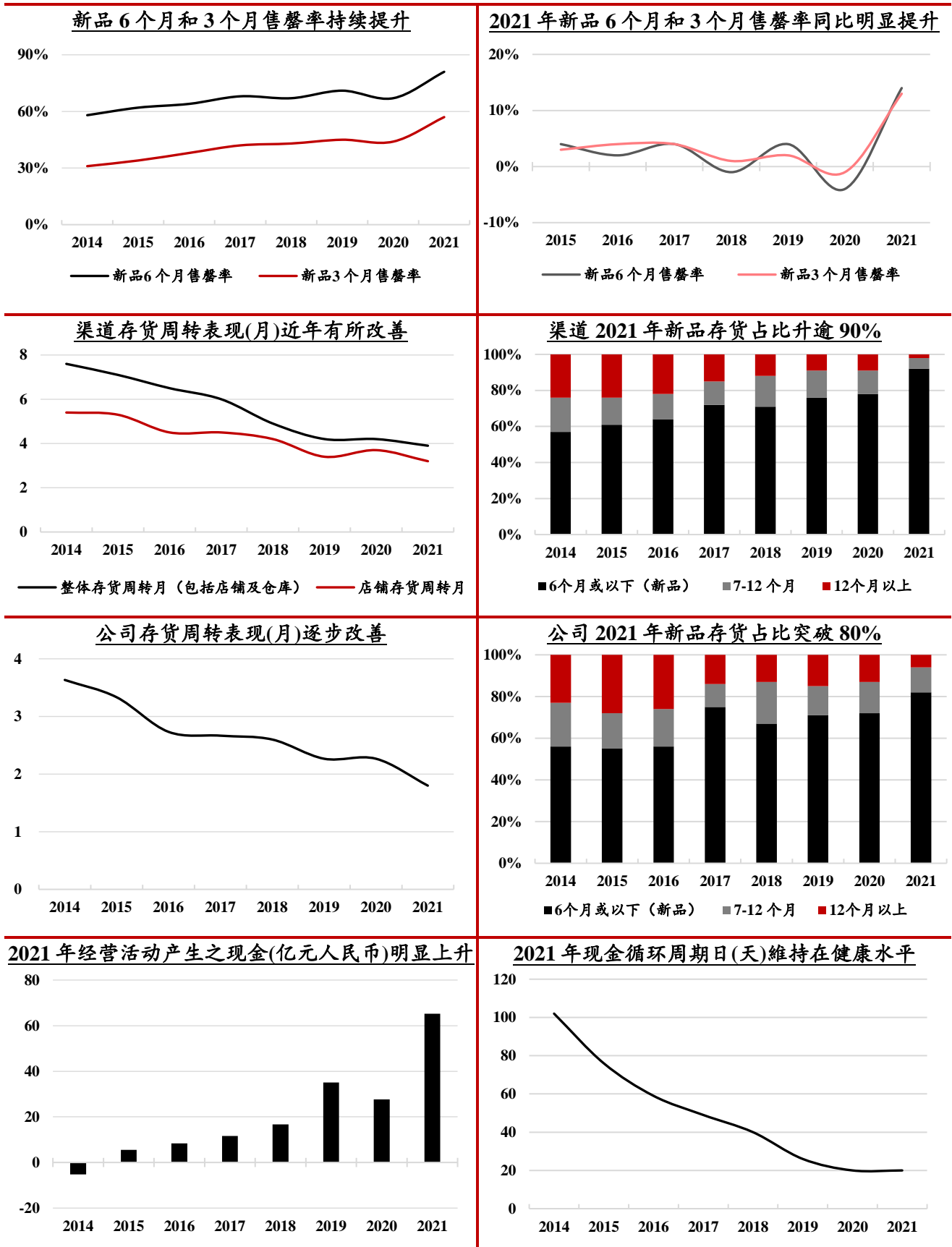
图表 10：李宁公司强化零售运营「闭环」展示图



数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理



图表 11: 李宁公司强化零售运营「闭环」各项环节近年改善情况



数据来源: 公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

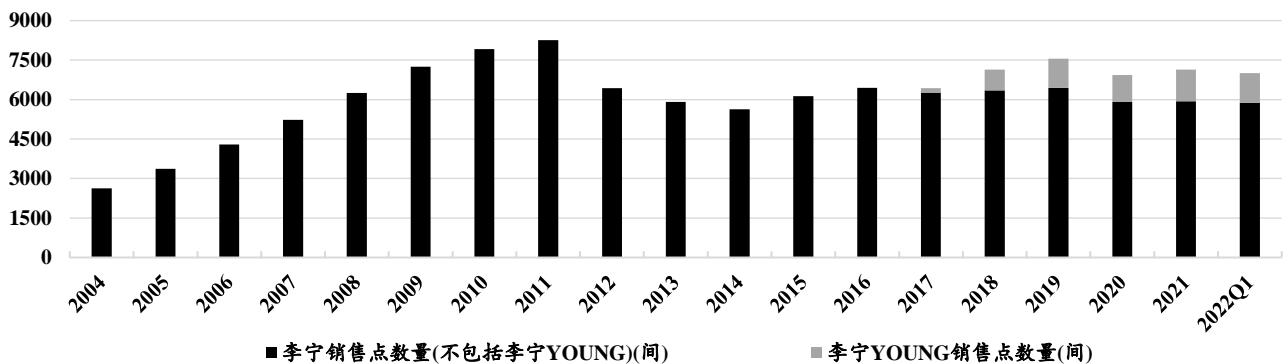
### 2.3.2 落实重“质量”轻“数量”开店策略，有效提升店面运营能力

李宁公司在 2004 年上市后业务扩张主要以扩大销售网络为主，销售点数量在 2011 年达到历史高峰的 8,255 间。同年，行业经营环境转差，公司开始主动控制开店步伐，调整渠道结构，加速关闭亏损及低效店，导致销售点在 2012 年明显下降至 6,434 间。

此后，公司持续渠道优化升级，销售点数量(不包括李宁 YOUNG)一直下降至 2014 年的 5,626 间，在 2015 年后基本上维持于 6,000 间左右。

公司近年持续落实重“质量”轻“数量”开店策略，除了对店铺设计升级和加强旗舰店建设之外，公司也大力推行“高效大店”体制化，加速建立以及优化直营大店矩阵体系，并向批发渠道推广，以提升渠道效率和单店销售表现。2021 年，公司大店(平均面积超过 410 平方米)数量已超过 1,200 间，平均月度店效达到 60 万元。

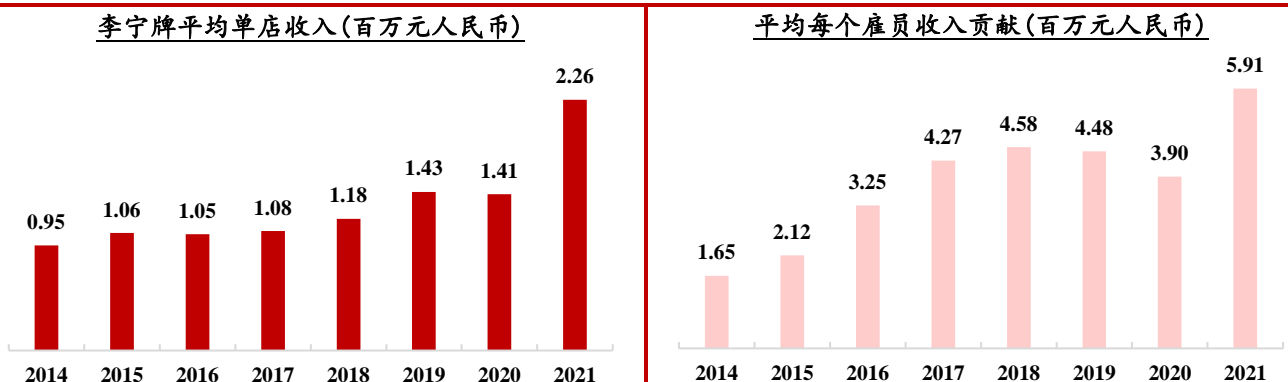
图表 12：李宁公司销售点数量分布图



数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

2021 年，公司旗下李宁牌平均单店收入以及平均每个雇员收入贡献分别由 2014 年约 95 万元和 165 万元明显上升至约 226 万元和 591 万元。

图表 13：李宁公司旗下李宁牌平均单店收入以及平均每个雇员收入贡献表现



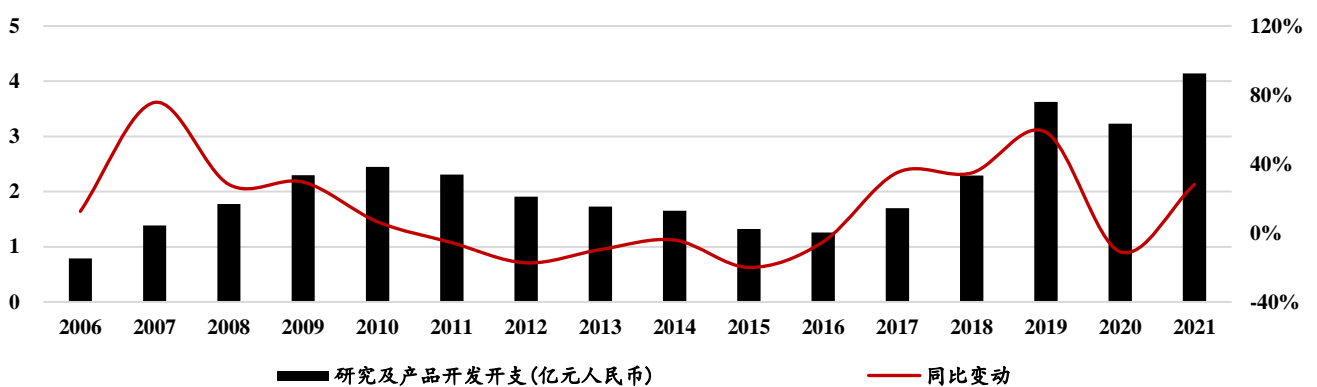
数据来源：公司公告、山证国际研究部整理

### 2.3.3 重视研发，着力提升产品力

李宁公司在 2004 年上市后研发开支一直伴随收入增长而上升，在 2010 年达到阶段性顶峰约 2.45 亿元。随后，公司在经营转差后开始缩减研发费用，下降趋势延至 2016 年(约 1.26 亿元)。

2017 年，公司开始恢复增加研发投入，相关开支同比增加约 35%。随着公司加大力度布局李宁 YOUNG 和中国李宁产品线，2019 年研发开支上升至约 3.62 亿元，并超越 2010 年创下的高位。受疫情影响，公司 2020 年研发开支同比有所下降，但在 2021 年则明显增加至约 4.14 亿元。

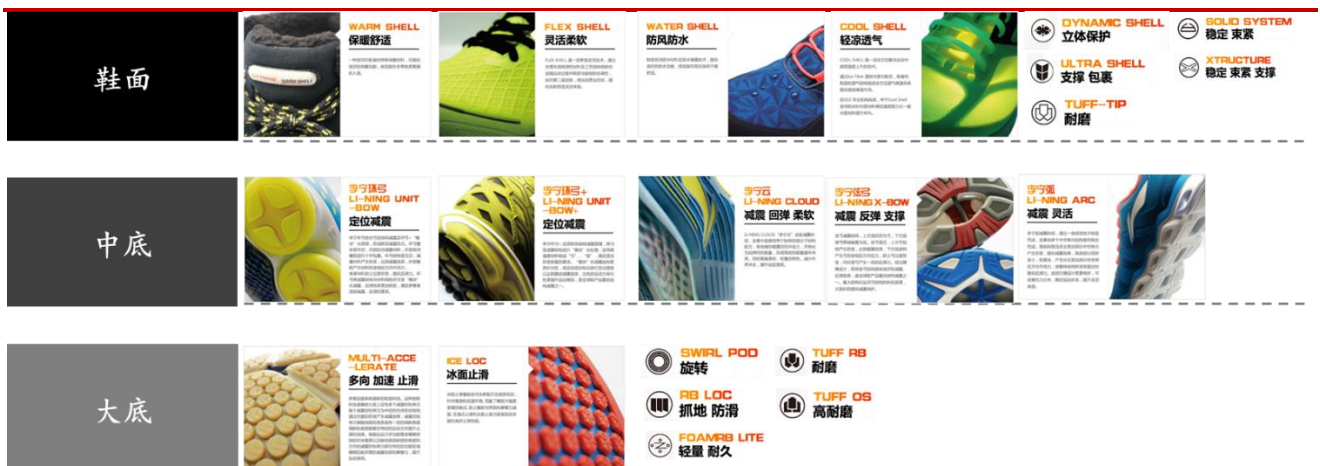
图表 14：李宁公司研究及产品开发开支和同比表现



数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

基于消费者的核心功能要求(保暖、轻质与防风防水等)，公司已合共发展 80 多个科技按平台功能对应。以鞋品为例，公司研发和应用李宁云、李宁弧、李宁弓为首的减震科技以及李宁靛轻质回弹科技等在李宁鞋品上，帮助用家提升运动表现。除了功能性研发能力之外，公司近年也持续优化产品(尤其是中国李宁系列)设计，提升公司产品整体竞争力。

图表 15：李宁公司部分鞋类产品技术升级展示图



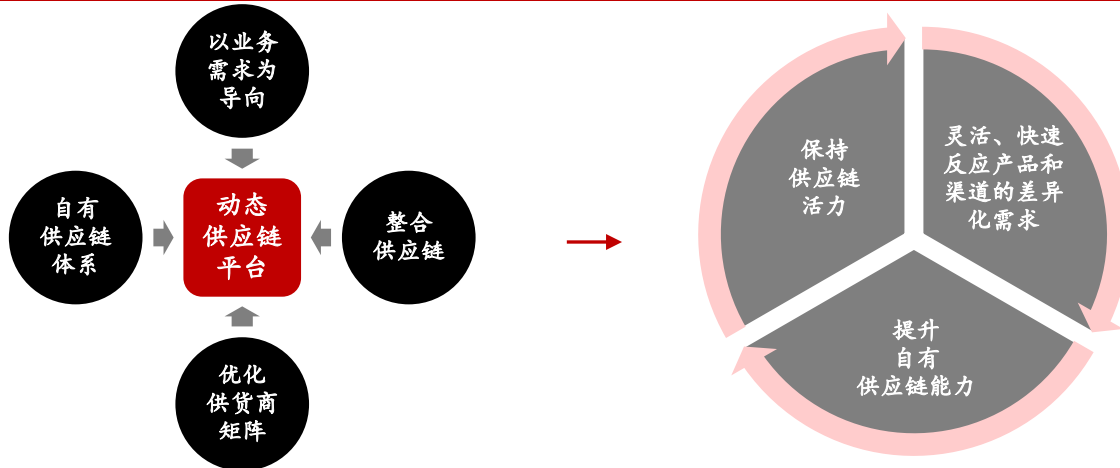
数据来源：公司官网、山证国际研究部整理

### 2.3.4 “被动生产”转向“主动生产”，加大柔性供应链建设

2012 年以来，李宁公司不断以业务需求为导向持续整合以及优化供应链，以灵活、快速反应产品和渠道的差异化需求和保持供应链活力。

此外，公司在 2018 年开始建立自有供应链体系，逐步将核心生产能力沉淀在李宁体系内，以提升自有供应链能力。

图表 16: 李宁公司加强供应链能力介绍

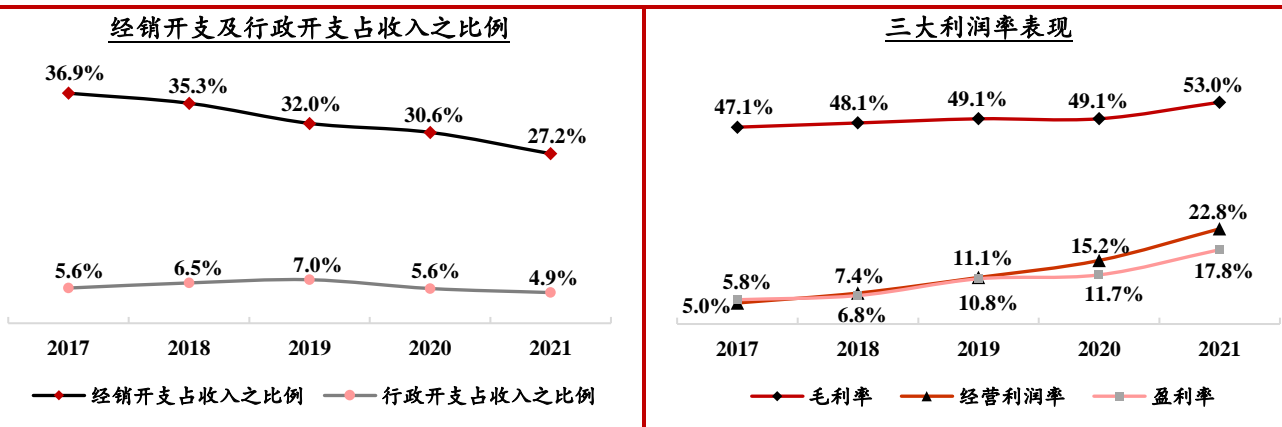


数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

### 2.3.5 费用管控持续优化，盈利能力显著改善

李宁公司近年盈利能力持续改善，公司毛利率由 2017 年约 47.1% 上升至 2021 年约 53.0%。此外，受益于公司经营效率提升，经销开支占收入比率持续下降，经营利润率和盈利率同期走势基本上跟随毛利率表现，分别由 2017 年约 5.0% 和 5.8% 上升至 22.8% 和 17.8%。

图表 17: 李宁公司经销开支及行政开支占收入之比例和三大利润率表现



数据来源：公司公告、山证国际研究部整理

### 3. 投资亮点

#### 3.1 政策催化体育产业持续快速发展

“十三五”期间，我国体育产业总规模和体育产业增加值分别增长约60.0%和95.4%。《“十四五”体育发展规划》则对体育产业提出了更高的要求，如体育产业总规模在2025年将达到5万亿元，以及体育增加值占国内生产总值比重将提高至2%。

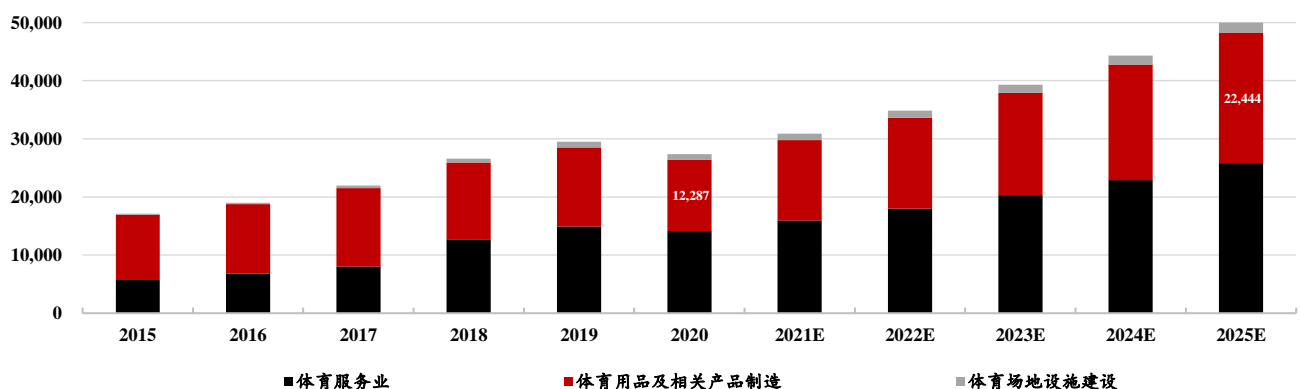
图表 18：中国体育产业重点数据 2020 年数值与“十四五”发展目标对比

	2020年实际值	2025年目标
全国体育产业总规模	27372亿元	50000亿元
体育产业增加值占国内生产总值比重	1.06%	2.00%
人均体育场地面积	2.2平方米	2.6平方米
每千人拥有社会体育指导员数	超过1.86名	2.16名
经常参加体育锻炼人数比例	37.2%	38.5%
体育产业从业人员	505.1万人	超过800万人

数据来源：体育总局、山证国际研究部整理

按2020年产业占比估计，体育用品及相关产品制造规模将由2020年约1.23万亿元上升约82.7%至2025年约2.24万亿元。随着《体育强国建设纲要》等政策文件逐步落实，体育用品制造相关产业在“十四五”期间将持续快速发展，利好行业龙头企业未来业务表现。

图表 19：中国体育产业规模按产业分类之表现和预测(亿元人民币)走势图



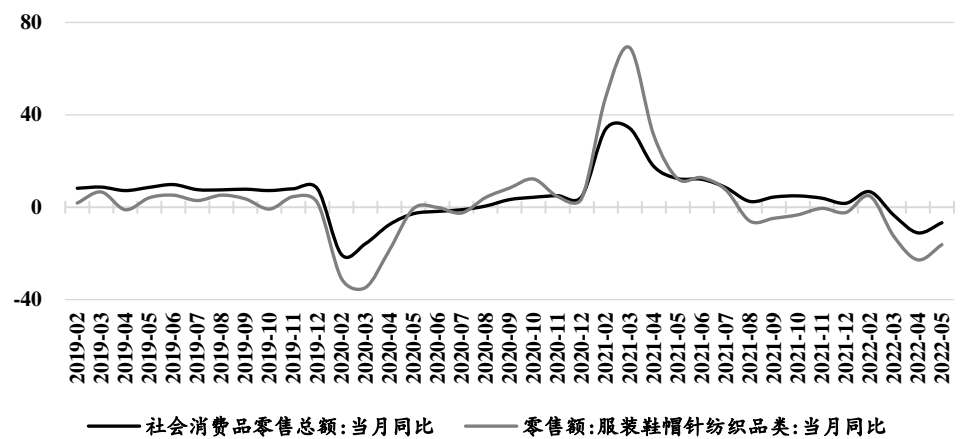
数据来源：体育总局、山证国际研究部整理及预测

### 3.2 下半年销售将有望实现较快增速

#### 3.2.1 服饰行业疫情稳定后表现优于整体零售市场

过往经验表明，服饰行业在疫情稳定后销售表现明显优于整体零售市场。2020年5月至2021年5月，服装鞋帽针纺织品销售总额月均同比增长约15.84%，高于社会消费品零售总额同期月均同比增幅约9.18%。

图表 20：中国消费品零售额与服装鞋帽针纺织品销售额同比变化(%)

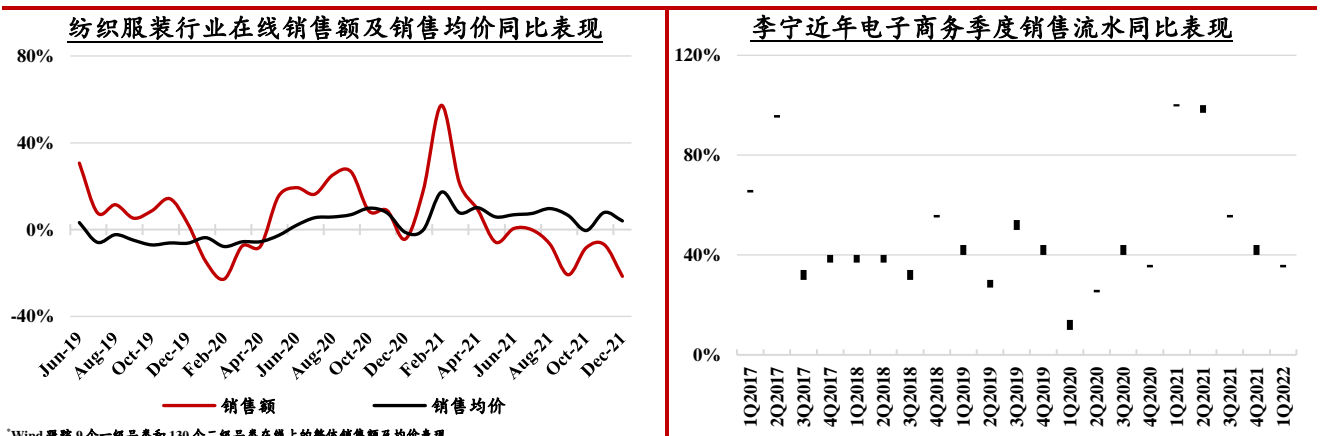


数据来源：WIND、山证国际研究部整理

#### 3.2.2 下半年销售将有望实现较快增速

随着 2022 年电商促销活动陆续展开，叠加“稳增长”政策持续发力，前期受抑制的消费需求将明显释放，预期下半年纺织服装行业销售将有望走出类似于 2020 年的表现，运动服饰行业也将受惠于整体销售回暖。作为行业龙头企业，李宁公司下半年销售将有望实现较快增速。

图表 21：纺织服装行业在线销售额及销售均价以及李宁近年电子商务季度销售流水同比表现



\*Wind 跟踪 9 个一级品类和 130 个二级品类在线上的整体销售额及均价表现

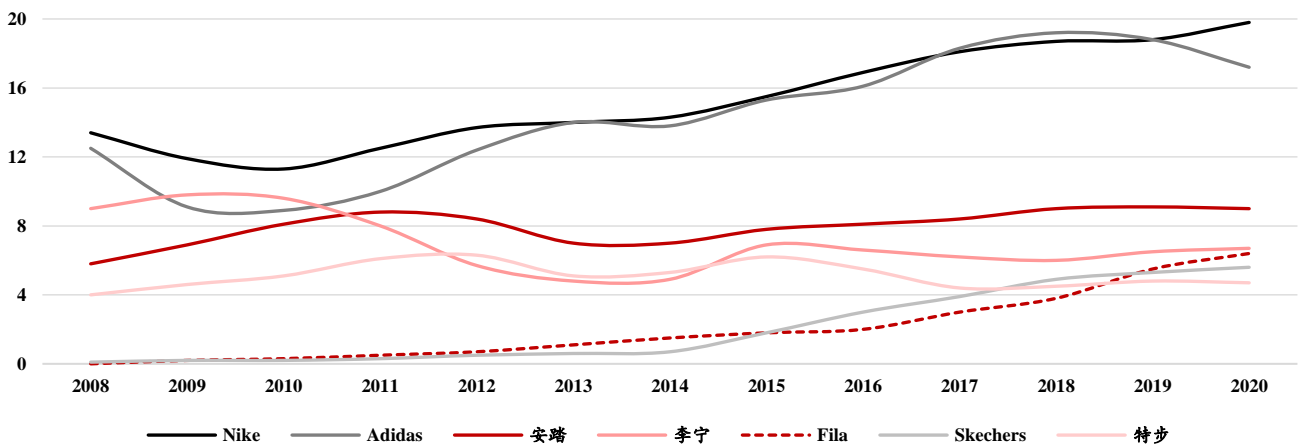
数据来源：WIND、公司公告、山证国际研究部整理

### 3.3 受益于国潮文化的兴起

#### 3.3.1 “新疆棉事件” 催化国潮文化进一步发展

2008年至2020年，中国运动鞋服市场主要以国际品牌 Nike、Adidas 和 Skechers 等与本土品牌安踏、李宁和特步等两大阵营所组成。其中，Nike、Adidas 和 Skechers 分别由 2008 年约 13.4%、12.5% 和 0.1% 上升至 2020 年约 19.8%、17.2% 和 5.6%。

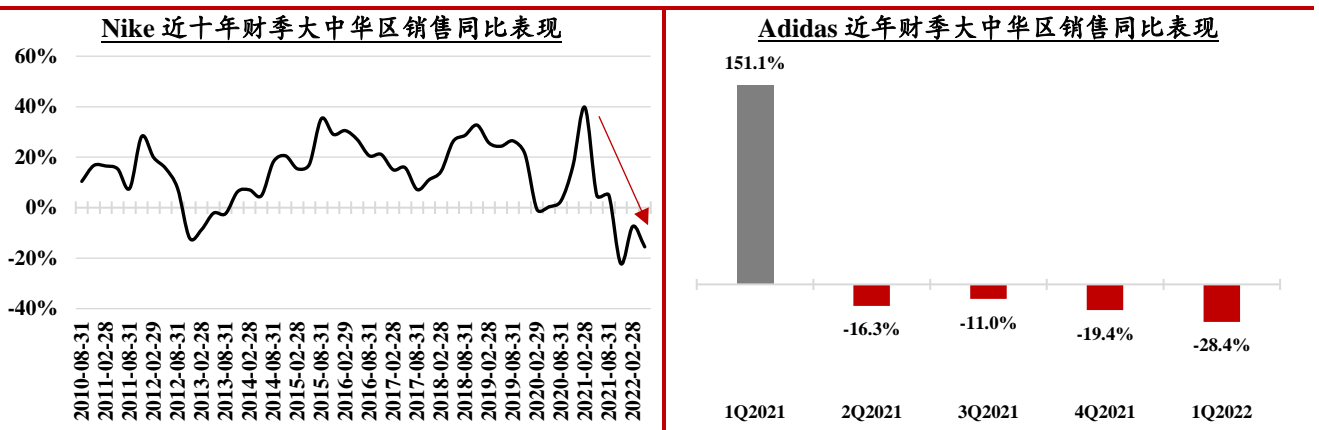
图表 22：中国运动鞋服市场主要品牌 2008 年至 2020 年市占率(%)变化



数据来源：立鼎产业研究网、智研咨询、山证国际研究部整理

“新疆棉事件”在去年持续发酵升温，导致处于风暴中心的 H&M、Nike、Adidas 等国际快销时尚以及运动休闲品牌销售自 2021 年第二季度开始遇冷。其中，Adidas 大中华区销售自 2021 年第二季度开始录得负增长，并在 2022 年第一季度进一步扩大至-28.4%。此外，事件同时也催化国潮文化进一步发展。

图表 23：Nike 和 Adidas 大中华区销售同比表现



数据来源：WIND、Adidas 公告和演示材料、山证国际研究部整理

### 3.3.2 在国潮文化驱动下，中国李宁系列近年销售表现持续强劲

2018年，李宁公司成立新的运动时尚系列中国李宁。同年，公司成功策划了中国李宁首个纽约时装周项目，重新定义国潮文化，并取得好成绩和用户认可，为中国李宁后续优秀的市场表现奠定了坚实的基础。随后，中国李宁持续推出不同年度系列，均以时装周作为推广。

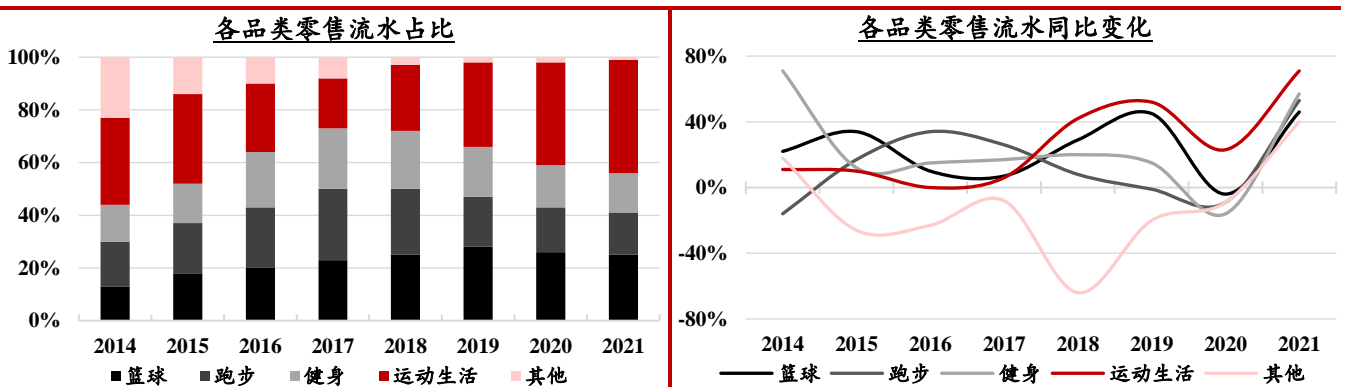
图表 24：中国李宁部分系列展示图



数据来源：Sohu、Sina、公开讯息、山证国际研究部整理

在国潮文化驱动下，中国李宁系列近年销售表现持续强劲。2021年，运动生活品类零售流水同比增长约71%，增幅明显大于其他品类。

图表 25：李宁公司旗下各体育品类零售流水占比以及同比表现



数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理



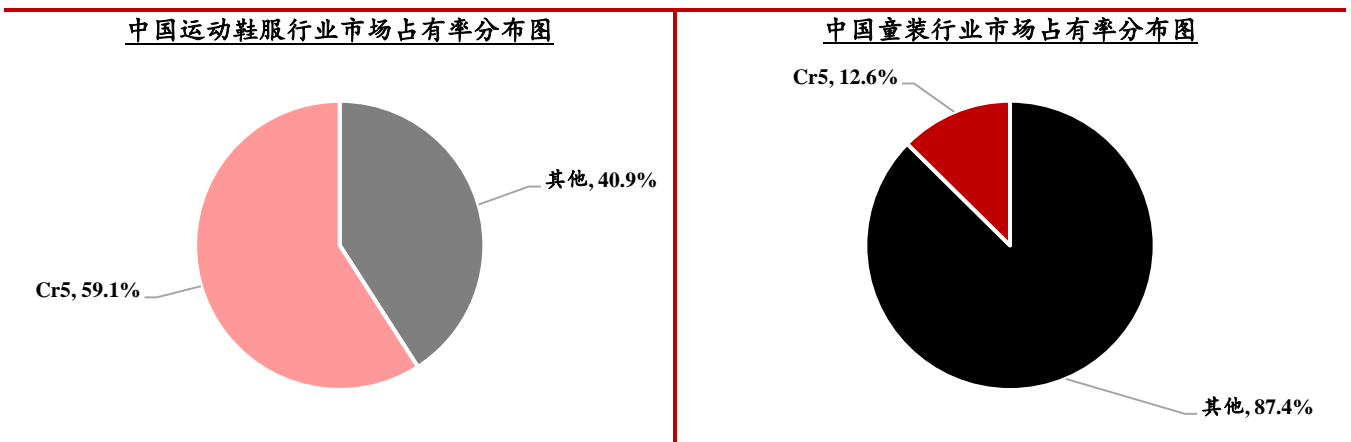
### 3.4 童装业务发展空间广阔，有望成为业绩新增长引擎

#### 3.4.1 童装行业发展空间广阔

我国童装品牌化相对其他服装行业较晚，行业当前竞争格局高度分散。行业首五家企业 2020 年市占率仅达约 12.6%，远低于运动鞋服行业同期约 59.1%。从产业周期看，行业仍处于成长阶段，童装企业规模普遍较小，单个品牌的市占率和竞争力并不明显。

随着宏观经济疲软将加速行业的优胜劣汰，拥有较强品牌以及规模效益的企业市占率将获得提升，继而使得行业集中度稳步提高。

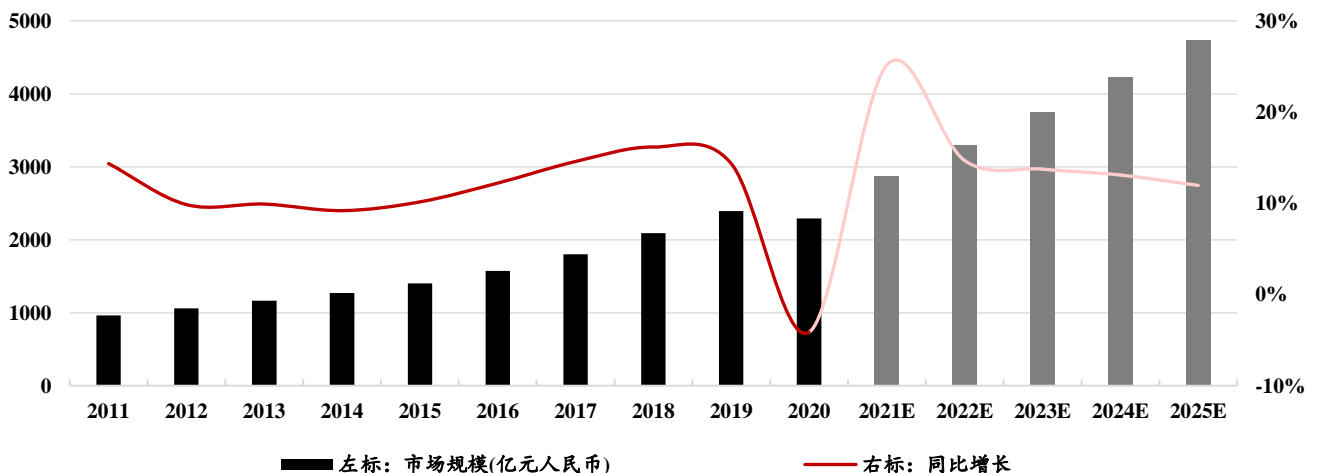
图表 26：中国运动鞋服行业与童装行业首五家企业 2020 年市场占有率对比



数据来源：智研咨询、前瞻产业研究院、Euromonitor、山证国际研究部整理

根据立鼎产业研究网、欧睿的数据显示，我国童装行业 2011 年至 2019 年市场规模呈增长态势，年复合增长率约 12.0%。受疫情影响，2020 年市场规模同比倒退约 4.1%，但预期 2021 年至 2025 年年复合增长率将达到约 13.4%。

图表 27：中国童装行业市场规模之表现和预测



数据来源：立鼎产业研究网、欧睿、山证国际研究部整理

### 3.4.2 近年加码布局童装业务，有望成为业绩新增长引擎

李宁公司近年加码布局童装业务。公司在 2016 年对童装业务重新规划发展策略。新童装业务以针对 3-12 岁的青少年为目标客群，在保留原有李宁 KIDS 的基础上，着重推出李宁青少年品牌李宁 YOUNG。

图表 28：李宁公司旗下童装品牌简介图

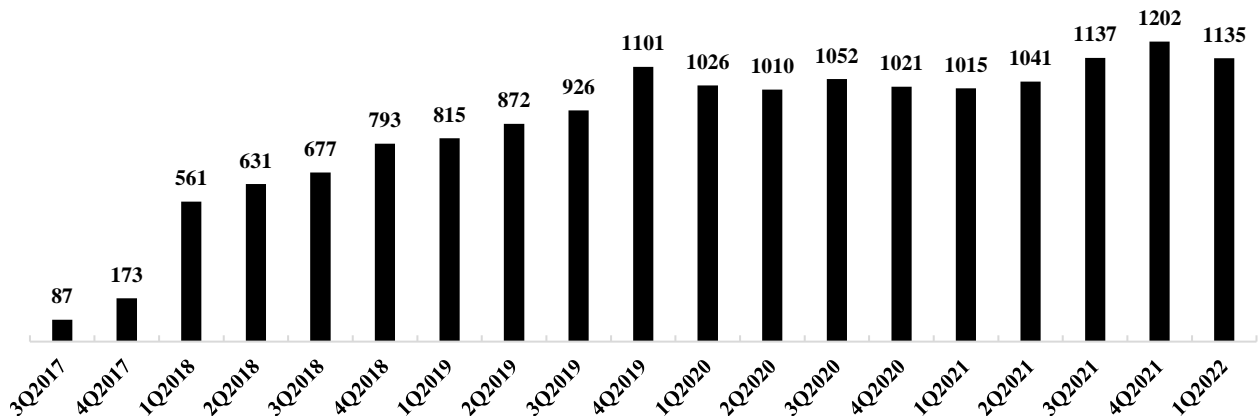


数据来源：公司公告、公司演示材料、公司官网、山证国际研究部整理

2017年，公司结束以往授权于公司独立第三方代理运营，并于2018年年初接管授权代理商旗下经销商运营的361间童装店铺。

随后，公司持续加快童装业务拓展，李宁 YOUNG 门店数量于2019年年底突破1,000间，并持续上升至2021年年底的1,202间。2022年3月底，李宁 YOUNG 店铺数量调整至1,135间。

图表 29：李宁 YOUNG 销售点数量(间)



数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

此外，公司近年也持续强化专业运动童装形象，不断增强产品矩阵以及对渠道结构进行优化升级，公司 2021 年零售流水和同店销售分别同比增长 70%-80% 和 30%-40%。

图表 30：李宁公司旗下童装业务 2021 年经营表现



数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

随着公司进一步加大对童装业务布局，凭借李宁品牌优势、卓越的零售运营能力，将可受益于童装行业市场集中度提升以及行业持续增长所带来的机遇，预期相关业务有望成为公司业绩新的增长引擎。

## 4. 盈利预测与投资建议

李宁公司现金流折现估值财务模型：

财务模型构架简介：我们利用现金流折现估值财务模型为李宁公司进行估值，并将财务模型预测分为三个阶段，分别是第一阶段(2022-2024年)：高速增长期；第二阶段(2025-2035年)：中等增长期；以及第三阶段(2035年以后)：平稳增长期。

第一阶段(2022-2024年)收入预测及主要明细假设：

(1) 门店数量：李宁核心品牌方面，公司近年持续增强渠道效率，关闭低效店铺，并提升大店保有量，以扩大产品的展示区域，提高销售连带率，改善销售表现。我们预期，公司将持续执行相关“高效大店”策略和提升大店保有量，叠加公司将进一步布局中国李宁以及李宁 1990 系列相关业务，预期李宁核心品牌门店数量将由 2021 年的 5,935 间逐步增加至 2024 年的 6,226 间。此外，公司将抓紧童装行业快速增长期而加大李宁 YOUNG 门店布局，预期李宁 YOUNG 门店数量将由 2021 年的 1,202 间持续上升至 2024 年的 1,879 间。

(2) 收入：受益于公司整体门店数量增加、单店收入提升以及运营能力增强等，叠加体育行业持续发展所拉动的新增需求，预期公司未来三年收入将保持较快增速，2022-2024 年期间年复合增长率将达约 21.2%。

图表 31: 李宁公司主要指标表现和预测

主要指标	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>门店数量(间)表现和预测:</b>						
门店总数量	7,550	6,933	7,137	7,530	7,796	8,105
李宁核心品牌门店数量	6,449	5,912	5,935	6,174	6,199	6,226
李宁YOUNG门店数量	1,101	1,021	1,202	1,356	1,596	1,879
<b>主要财务指标表现(亿元)和预测:</b>						
收入	138.7	144.6	225.7	266.5	327.8	391.8
同比增长	32.0%	4.2%	56.1%	18.1%	23.0%	19.5%
毛利	68.1	70.9	119.7	138.6	172.1	207.7
毛利率	49.1%	49.1%	53.0%	52.0%	52.5%	53.0%
经营利润	15.4	22.0	51.4	59.5	75.1	91.7
经营利润率	11.1%	15.2%	22.8%	22.3%	22.9%	23.4%
盈利	15.0	17.0	40.1	46.7	58.8	71.8
盈利率	10.8%	11.7%	17.8%	17.5%	17.9%	18.3%

数据来源: 公司公告、WIND、山证国际研究部整理

(3) 毛利率: 预期 2022 年毛利率将受疫情影响由 2021 年约 53.0% 下滑至 52.0%, 随后在 2023 年和 2024 年则分别上升至约 52.5% 和 53.0%。

(4) 经营利润率和盈利率: 预期 2022 年经营利润率和盈利率将跟随毛利率表现, 分别由 2021 年约 22.8% 和 17.8% 下滑至 22.3% 和 17.6%。随后在 2023 年和 2024 年则分别上升至约 22.9%、23.4% 和 18.1%、18.5%。

第二阶段(2025-2035 年)自由现金流增长率: 根据《体育强国建设纲要》所提及的要求, 到 2035 年, 我国全民健身更亲民、更便利、更普及, 经常参加体育锻炼人数比例达到 45% 以上, 人均体育场地面积达到 2.5 平方米, 将有利体育服饰龙头企业未来业务发展前景, 故预期李宁公司自由现金流在同期年复合增长率将达约 9%。

第三阶段(2035 年后)自由现金流增长率: 公司在 2035 年后将处于长期业务增长期, 每年自由现金流将以约 3% 增长, 接近已发达国家的长期经济增长率。

其他重要数据: (i) 公司融资结构不会出现明显改变; (ii) 无风险利率: 约 2.9%; (iii) WACC: 约 8.8%。

### 结论:

我们首次覆盖李宁公司(2331.HK), 预期公司于 2022 至 2024 财年的盈利分别约为 46.7 亿元、58.8 亿元及 71.8 亿元, 同比上升约 16.3%、26.1% 及 22.0%。

根据现金流折现估值模型之推算, 我们给予公司 83.5 港元的目标价, 对应 2022 财年、2023 财年和 2024 财年之预测市盈率分别约 39.8 倍、31.6 倍和 25.9 倍。基于目标价较 7 月 4 日收市价 71.7 港元有约 16.5% 的上涨空间, 因而给予公司“买入”评级。

图表 32: 同业比较

公司名称	估值表现							2021年业绩表现			
	总市值 (亿港元)	市盈率 PE(TTM)(倍)	市销率 PS(TTM)(倍)	3年平均 PE(TTM)(倍)	3年平均 PS(TTM)(倍)	2022年 预测PE(倍)	2022年 预测PEG	收入同比增长率 (%)	毛利率 (%)	经营利润率 (%)	盈利率 (%)
李宁公司(2331.HK)	1877.0	38.3	6.8	56.3	6.8	34.3	2.1	56.6	53.0	21.0	17.8
安踏体育(2020.HK)	2605.1	27.6	4.3	43.4	6.6	26.2	2.7	38.8	61.6	19.9	16.6
特步国际(1368.HK)	380.5	34.2	3.1	22.6	1.8	27.8	1.0	22.6	41.7	11.4	8.8
361度(1361.HK)	87.3	11.9	1.2	9.2	0.7	10.9	0.8	16.1	41.7	13.7	12.3

\* (1) 市场数据是 2022 年 7 月 4 日收市价; (2) 李宁公司预测数据由山证国际预测; (3) 其他公司预测是由 WIND 统计一致预期

数据来源: WIND、公司公告、山证国际研究部整理

## 5. 投资风险

- (1) 业务经营表现不及预期;
- (2) 其他系统风险等。

## 财务报表摘要

损益表						资产负债表					
单位: 百万元人民币						单位: 百万元人民币					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>总收入</b>	<b>14,457</b>	<b>22,572</b>	<b>26,652</b>	<b>32,783</b>	<b>39,182</b>	非流动资产					
同比变化%	4.2%	56.1%	18.1%	23.0%	19.5%	物业、机器及设备	1,065	1,626	1,757	2,055	2,194
销售成本	(7,363)	(10,603)	(12,793)	(15,572)	(18,416)	无形资产及土地使用权	357	350	313	281	251
<b>毛利</b>	<b>7,094</b>	<b>11,969</b>	<b>13,859</b>	<b>17,211</b>	<b>20,767</b>	其他非流动资产	3,395	9,627	10,319	10,250	11,393
毛利率	49.1%	53.0%	52.0%	52.5%	53.0%	流动资产	4,817	11,603	12,389	12,585	13,839
经销开支	(4,425)	(6,138)	(7,063)	(8,720)	(10,462)	存货	1,346	1,773	2,083	2,553	2,896
行政开支	(805)	(1,111)	(1,306)	(1,574)	(1,842)	应收贸易款项	659	903	1,142	1,253	1,538
金融资产减值损失转回-净额	(30)	16	(9)	15	14	其他应收款项	65	79	96	119	142
其他收入及其他收益-净额	362	400	469	577	689	现金及等同现金项目	7,187	14,745	19,009	23,306	29,280
<b>经营利润</b>	<b>2,196</b>	<b>5,136</b>	<b>5,950</b>	<b>7,509</b>	<b>9,167</b>	其他流动资产	520	1,173	1,308	1,517	1,734
经营利润率	15.2%	22.8%	22.3%	22.9%	23.4%	<b>总资产</b>	<b>14,594</b>	<b>30,275</b>	<b>36,027</b>	<b>41,333</b>	<b>49,427</b>
融资收入	35	145	171	211	252	流动负债					
融资开支	(66)	(112)	(123)	(151)	(180)	应付贸易款项	1,227	1,599	2,186	2,109	2,785
融资收入/(开支)-净额	(32)	33	49	60	71	其他应付款项及应计费用	2,501	4,025	4,856	5,911	6,990
享有按权益法入账之投资的溢利份额	83	159	188	231	276	租赁负债-即期部分	361	367	409	512	612
<b>除税前溢利</b>	<b>2,248</b>	<b>5,328</b>	<b>6,187</b>	<b>7,800</b>	<b>9,515</b>	其他流动负债	926	1,713	2,341	2,259	2,983
所得税开支	(549)	(1,317)	(1,521)	(1,917)	(2,339)	非流动负债	5,015	7,704	9,792	10,790	13,370
盈利	1,698	4,011	4,666	5,883	7,176	租赁负债	689	956	1,066	1,337	1,596
<b>股东应占盈利</b>	<b>1,698</b>	<b>4,011</b>	<b>4,666</b>	<b>5,883</b>	<b>7,176</b>	其他非流动负债	201	510	798	717	950
同比变化	13.3%	136.1%	16.3%	26.1%	22.0%	权益	889	1,467	1,864	2,055	2,546
股东应占盈利率	11.7%	17.8%	17.5%	17.9%	18.3%	公司拥有人应占权益	<b>8,687</b>	<b>21,102</b>	<b>24,368</b>	<b>28,486</b>	<b>33,509</b>
非控股股东应占盈利	0	0	0	0	0	非控股权益	3	3	3	3	3
<b>股息</b>	<b>510</b>	<b>1,203</b>	<b>1,400</b>	<b>1,765</b>	<b>2,153</b>	权益总额	8,689	21,104	24,370	28,488	33,511
派息比率	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	<b>负债及权益总额</b>	<b>14,594</b>	<b>30,275</b>	<b>36,027</b>	<b>41,333</b>	<b>49,427</b>
现金流量表						主要财务比率					
单位: 百万元人民币											
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>除税前溢利</b>	<b>2,248</b>	<b>5,328</b>	<b>6,187</b>	<b>7,800</b>	<b>9,515</b>	盈利能力					
折旧及摊销	1,013	1,140	1,212	1,235	1,218	毛利率	49.1%	53.0%	52.0%	52.5%	53.0%
贸易应收款项坏账拨备	30	(16)	9	(15)	(14)	盈利率	11.7%	17.8%	17.5%	17.9%	18.3%
其他	(80)	(297)	(705)	(868)	(1,037)	ROE	21.5%	26.9%	20.5%	22.3%	23.1%
<b>营运资本变动前的经营现金流量</b>	<b>3,211</b>	<b>6,156</b>	<b>6,702</b>	<b>8,152</b>	<b>9,681</b>	营运表现					
营运资本变动	142	826	852	373	1,106	经销开支/收入	-30.6%	-27.2%	-26.5%	-26.6%	-26.7%
已付所得税	(589)	(456)	(1,521)	(1,917)	(2,339)	行政开支/收入	-5.6%	-4.9%	-4.9%	-4.8%	-4.7%
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,763</b>	<b>6,525</b>	<b>6,033</b>	<b>6,608</b>	<b>8,449</b>	有效税率	-24.4%	-24.7%	-24.6%	-24.6%	-24.6%
购买物业及设备	(594)	(985)	(887)	(1,182)	(1,084)	存货周转天数	68	54	55	54	54
其他投资活动现金流	(239)	(5,554)	171	211	252	应收款项周转天数	17	13	14	13	13
<b>投资活动现金流</b>	<b>(992)</b>	<b>(6,539)</b>	<b>(715)</b>	<b>(971)</b>	<b>(832)</b>	应付款项周转天数	65	47	54	50	49
贷款所得款	0	0	0	0	0	现金周转天数	20	20	15	17	19
已付股息	(378)	(515)	(469)	(577)	(689)	财务状况					
配售及认购新股份所得款项	0	8,627	0	0	0	流动比率	195%	242%	241%	266%	266%
其他融资活动现金流	(136)	(515)	(585)	(762)	(955)	速动比率	168%	219%	220%	243%	245%
<b>融资活动现金流</b>	<b>(513)</b>	<b>7,596</b>	<b>(1,054)</b>	<b>(1,339)</b>	<b>(1,644)</b>	总负债/总权益	68%	43%	48%	45%	47%
现金及现金等价物净增值	1,258	7,583	4,264	4,297	5,973	资产周转率	107%	101%	80%	85%	86%
其他影响	(33)	(25)	0	0	0	资金杠杆率	168%	143%	148%	145%	147%
期初现金及现金等价物	5,961	7,187	14,745	19,009	23,306						
<b>期末现金及现金等价物</b>	<b>7,187</b>	<b>14,745</b>	<b>19,009</b>	<b>23,306</b>	<b>29,280</b>						

数据来源: 公司公告、WIND、山证国际研究部整理和预测

## 投资评级定义

买入	预期股价在未来 12 个月上升 15% 以上
持有	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 15% 以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 15% 以上

## 免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由山证国际金融控股有限公司及其连系公司（「山证国际」）编写。此报告所载资料的来源皆被山证国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。山证国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映山证国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。山证国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

### 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：

- 本研究报告所表达的任何观点均精确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；
- 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；
- 该分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，以及无拥有任何所述公司之财务权益或持有相关股份。

## 山证国际

香港金钟夏慝道 18 号海富中心 1 座 29 楼 A 室

电话：(852) 2501 1039

传真：(852) 2810 9962

公司网址：<http://www.ssif.com.hk>