

李宁 (2331. HK): 2020年业绩靓丽, 未来成长和盈利抬升确定

2021年03月20日

强烈推荐/维持

李宁

公司报告

事件:

公司公布 2020 年全年业绩。2020 年收入 144.57 亿元, 同比+4.2%。净利润为 16.98 亿元, 同比+13.3%, 扣非业绩同比+34.2%。净利率为 11.7%, 经营净利率为 15.2% (+4.1pct)。下半年收入 82.76 亿, 同比+8.82%; 净利润 10.15 亿, 同比+44.18%; 净利率 12.26%, 经营利润率 15.68%。

公司收入实现较为强劲增长, 渠道质量进一步改善。公司零售流水在全年表现优异, 源于公司强劲的品牌力和产品力, 尤其是下半年在国际时装周停办的情况下, 公司策划了敦煌走秀引发的积极市场反响。将公司收入增长分同店增长和渠道数量来看: 公司四季度所有平台 (线下批发、线下直营、线上) 同店都恢复到了正向增长, 全年全平台同店增中个位数。线下渠道数量进一步缩减, 年末共计 6933 个, 其中李宁大货 5912 个 (较 H1-61), 李宁 YOUNG 销售点数量共计 1021 个 (较 H1+11), 大货店数量更加精简 (渠道拆分见附表)。我们认为公司未来渠道数量是稳中有结构分布的改善, 单店的店效和盈利都还有较大提升空间。

经营利润率和经营质量继续优化, 现金流稳健助力分红。毛利率方面, 全年毛利率为 49.1%, 与去年同期持平, 主要为加价率的提升减少了折扣率加深对毛利的侵蚀。未来公司供应链质量的提升将有望继续改善倍率, 从而对毛利率产生积极影响。盈利能力方面, 公司销售费用率下降 2.6 个百分点, 加之政府补贴和利息收入, 营业利润率提至 15.2%, 较去年同期提升 4.2 个百分点, 公司组织变革下效率提升的空间大。从经营方面看, 公司渠道的存货周转回到与去年同期的水平, 存货中新品占比进一步提升, 显示了公司优秀的应对能力。公司资产负债表稳健, 现金状况良好, 未来仍有望提升分红率。

疫情之下公司体现出优秀的盈利管理和库存控制能力, 未来公司将继续优化效率, 保证公司在行业中的竞争力和提升自己的盈利能力。公司一系列优化组织架构的措施, 为公司盈利能力的持续上行提供了底层保障。2-3 年内公司的净利率水平将升至中双位数, 经营利润率有望突破 20%。

盈利预测与投资评级: 预计公司 2021-2023 年净利润分别为 23.42、29.44、36.73 亿元人民币, 增速分别为 38%、26%、25%, 目前股价对应 PE 分别为 42.44、33.75、27.05 倍, 维持“强烈推荐”评级。

财务指标预测

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万)	13,869	14,456	18,158	21,430	24,575
增长率 (%)	30.61%	4.23%	25.60%	18.02%	14.68%
净利润 (百万元)	1,499	1,698	2,342	2,944	3,673
增长率 (%)	109.58	13.30%	37.87%	25.74%	24.76%
每股收益 (元)	0.60	0.68	0.94	1.18	1.47
PE	32.3	65.74	42.44	33.75	27.05
PB	9	11.44	9.8	8.5	8.0

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

公司简介:

集团为中国领先的体育品牌企业之一。集团拥有本身之品牌、研究、设计、制造、经销及零售实力。集团之产品包括运动及休闲用途之运动鞋、服装及配件, 而该等产品主要以集团自有之李宁牌出售。

资料来源: WIND、东兴证券研究所

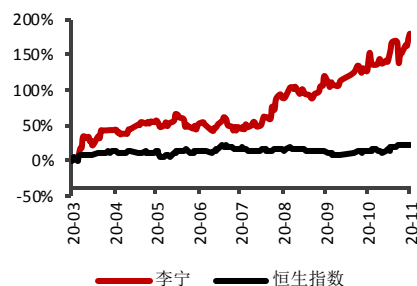
未来 3-6 个月重大事项提示:

发债及交叉持股介绍:

交易数据

52 周股价区间 (港币)	14.8-57.6
总市值 (亿元人民币)	990.07
流通市值 (亿元人民币)	990.07
总股本/流通 A 股 (万股)	245477 / 0
流通 B 股/H 股 (万股)	0/245477
52 周日均换手率	0.69

52 周股价走势图



资料来源: wind、东兴证券研究所

首席分析师: 刘田田

010-66554038

liutt@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480521010001

研究助理: 常子杰

010-66554040

changzj@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480119070055

公司收入部分, 2020 年疫情后复苏良好, 未来有望依靠在行业内优势的竞争地位维持较快增长。

按渠道结构分, 电商、零售和批发的占比分别为 29%、23%和 48%, 电商的占比进一步提升, 未来电商仍是公司增长最快的渠道。

按同店和扩张来看: 整体平台同店销售增长中单位数, 其中直营渠道和批发渠道均是中单位数下滑, 线上渠道录得 30%-40%的低段增长。Q4 线下渠道均已恢复增长, 直营渠道是高单位数增长, 批发渠道是中单位数增长。门店总数较年初减少 617 家 (较 H1 减少 50), 其中李宁主品牌店减少 537 家 (较 H1 减少 60 个), 李宁 Young 减少 80 家 (较 H1 增加 10 个)。未来同店仍是增长主力, 渠道数量稳、质量升。

按量价来看, 公司的吊牌价 (MRSP) 提升低双位数, 但是折扣较往年有所加深, 但我们推测在 2020 年单价对于收入的贡献力量强于销量。未来公司产品力提升至下, 单价有望继续上行。

公司的盈利能力, 在 2020 年依靠毛利稳定、费用控制, 以及其他收入的贡献, 获得了明显提升。

毛利率 2020 公司持平。分项看: 批发毛利率提升, 同时新旧品组合收入提升, 两者合计贡献毛利率 1.2 个百分点。直营渠道使得毛利率下降了 0.7 个百分点 (直营渠道优先清库存)。渠道组合的变化 (直营收入占比的下降), 摊薄了毛利率 0.5 个百分点。存货拨备及研发的下降使毛利率上升了 0.3 个百分点。

可变成本&费用部分: 重要的费用比率均实现了下降, 员工成本开支占收入比由 10.9%下降到 8.1%, 广告和市场推广费用略降, 由去年的 9.6%下降到 8.9%。同时今年的政府补贴和利息收入也拉动了利润率。

图 1: 李宁近三年毛利率水平

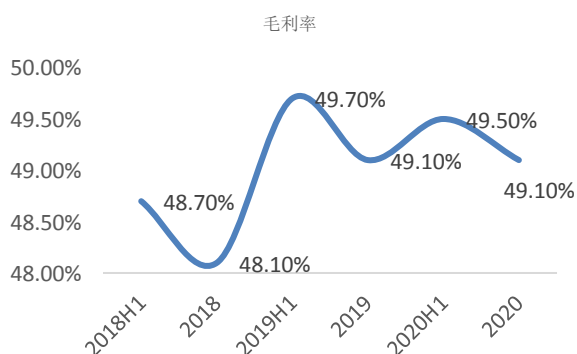
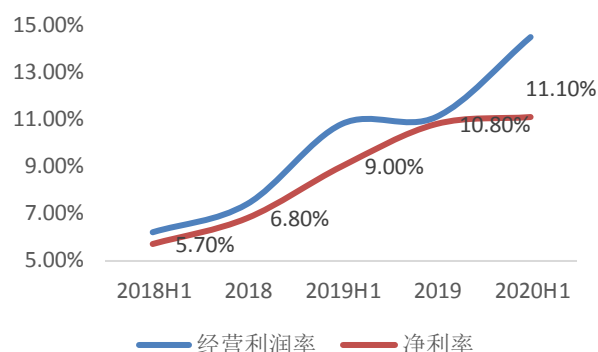


图 2: 李宁近三年净利率和经营利润率



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所
注: 2019 年 H1 撤出了一次性损益

公司估值有望维持在较高水平。公司近三年的净利率水平从 2018 年的 6.8%到 11.7%, 未来公司经营效率继续提升, 盈利水平继续向着行业内优秀水平前进。同时从公司战略角度, 公司坚持“单品牌、多品类、多渠道”的发展战略, 公司在行业内的竞争力突出, 在疫情中和疫情后将有持续快速发展, 对标海外体育服饰龙头, 有望持续享受成长确定性溢价。

风险提示: 国内疫情反复, 消费持续疲软, 行业竞争加剧。

表格 3: 盈利预测表

利润表	单位: 百万人民币				
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	13,869.63	14,456.97	18,158.46	21,430.01	24,575.32
收入 YOY	30.61%	4.23%	25.60%	18.02%	14.68%
成本	7,064	7,363	6,905	10,175	13,319
毛利	6,805.46	7,094.34	11,253.93	11,254.93	11,255.93
毛利率	49.07%	49.07%	49.50%	50.00%	50.50%
其他收益及收入	138.82	331.4	300	320	350
销售费用	4,445	4,425	5,411	6,258	7,029
行政费用	968	805.06	962.40	1,071.50	1,081.31
经营利润	1,543	2,196	2,915	3,706	4,651
经营利润率	11.13%	15.19%	16.05%	17.29%	18.92%
除税前溢利	1,857	2,248	3,035	3,816	4,761
税项	357.40	549.38	693.16	871.57	1,087.35
净利润	1,499	1,698	2,342	2,944	3,673
净利率	11.75%	11.75%	12.90%	13.74%	14.95%
利润 YOY	109.58%	13.30%	37.87%	25.74%	24.76%
每股盈利 (元)	0.60	0.68	0.94	1.18	1.47
PE	67.90	59.93	42.44	33.75	27.05

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

分析师简介

刘田田

对外经济贸易大学金融硕士, 2019 年 1 月加入东兴证券研究所, 现任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2 年买方经验, 覆盖大消费行业研究, 具备买方研究思维。

研究助理简介

常子杰

中央财经大学金融学硕士, 2019 年加入东兴证券研究所, 从事轻工制造行业研究

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以恒生指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以恒生指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526