

2022年08月11日

剔除补贴净利持平，库销比仍保持健康

李宁 (2331. HK)

评级:	买入	股票代码:	2331
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价(港元):	107.7/50.95
目标价格(港元):		总市值(亿港元)	1,751.36
最新收盘价(港元):	66.9	自由流通市值(亿港元)	1,751.36
		自由流通股数(百万)	2,617.87

事件概述

22H 公司实现收入/归母净利为 124.09/21.89 亿元、同比增长 21.7%/11.6%，在高基数叠加疫情影响下好于预期主要由于政府补贴贡献，剔除政府补贴 3.37 亿的净利金额为 19.36 亿元，同比下降 1%。经营现金流/净利润为 72% 主要由于存货上升。

分析判断:

收入增长主要来自批发贡献，鞋类高增体现公司聚焦专业运动战略。(1) 分渠道来看，1) 直营渠道受疫情影响扩张放缓、直营流水增长 10.8%，2) 电商维持稳定增速 19.2%，3) 经销增速为 28.5%，我们分析主要由于公司给予了一定的信用额度，应收账款同比增长 34%。4) 国际业务增长 52.91%。(2) 分品牌看，李宁主品牌/YOUNG 门店数分别同比增长 4.08%/12.87%至 5937/1175 家，上半年净增加 2 家（直营/加盟增加 100/-98 家）。分渠道按外延开店和内生同店分拆：直营收入增长中，开店/单店销售增长分别为 9%/2%，经销收入增长中开店/单店出货额分别增长-2%/31%。(3) 分品类看，鞋/服装/配件和器材分别增长 47.12%/-3.06%/37.40%，鞋类高增主要由于公司开始聚焦专业运动的战略。(4) 分区域看，国内北部/南部增速分别为 16.56%/25.94%。(5) 分季度看，1) 从流水来看，2022Q2 李宁销售点（不包括李宁 YOUNG）整体零售流水高单位数下降，其中线下渠道高单位数下降，电商中单位数增长。2) 从同店来看，2022Q2 整体同店销售 10%-20%低单位数下降，其中直营和加盟均 10%-20%高单位数下降，电商低单位数增长。

净利率降幅低于毛利率降幅得益于财务费用率下降及政府补贴贡献。净利率为 17.6%，同比下降 1.6PCT。22H 毛利率为 55.0%、同比下降 5.9PCT，主要由于零售端加大折扣、原材料成本大幅上涨、毛利率较高的直营和电商渠道收入占比下降及存货拨备增加影响。22H 销售/管理/财务费用率为 27.3%/4.2%/-1.4%、同比增长-0.7/-0.1/-1.3PCT；其他收入 3.37 亿元，主要为政府补贴，其他收入/收入增加 1.34PCT。

存货仍处于健康水平。22H 存货为 19.76 亿元，同比增长 51.17%，库销比约为 3.6，平均存货周转天数为 55、同比上升 2 天、较 20H1 上升 31 天，其中 6 个月售罄率下跌约 7PCT，3 个月下跌约 9PCT。渠道库存取得 40%-50%中段增长。平均应收贸易款项周转天数为 14 天、同比上升 1 天，平均应付贸易款项周转天数为 48 天、同比下降 5 天。

投资建议

短期来看，公司下半年在低基数背景下有望迎来收入复苏；中期来看，中国李宁进入渠道调整阶段、未来主要关注店效提升，公司将聚焦打造主品牌专业运动属性；长期来看，公司扣非净利率提升逻辑不改。维持 22/23/24 年收入分别 273.10/323.26/379.58 亿元归母净利分别为 45.49/55.80/66.98 亿元，对应 EPS 分别为 1.74/2.13/2.56 元，2022 年 8 月 11 日收盘价 66.9 港元对应 22-24 年 PE 分别为 38/31/26X，维持“买入”评级。

风险提示

时尚运动流行趋势变化风险、库存积压恶化风险、终端折扣加大风险、电商增速放缓、系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	14479	22667	27310	32326	37958
YoY (%)	4.32%	56.55%	20.48%	18.37%	17.42%
归母净利润(百万元)	1698	4011	4549	5580	6698
YoY (%)	13.30%	136.14%	13.42%	22.66%	20.04%
毛利率 (%)	49.07%	53.03%	51.72%	52.61%	53.13%
每股收益 (元)	0.68	1.53	1.74	2.13	2.56
ROE (%)	19.55%	19.01%	17.73%	17.87%	17.66%
市盈率	78	56	38	31	26

资料来源：公司公告，华西证券研究所。注：1元=0.81港元。

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	22666.97	27309.74	32326.15	37958.23	净利润	4010.88	4548.98	5579.64	6697.79
YoY (%)	56.55%	20.48%	18.37%	17.42%	折旧和摊销	1138.14	1130.19	1238.23	1492.69
营业成本	10603.18	13185.34	15317.99	17792.34	营运资金变动	826.14	1873.21	987.16	1203.79
营业税金及附加					经营活动现金流	6525.34	7130.77	7356.46	8916.04
销售费用	6138.08	7578.45	8889.69	10377.78	资本开支	-1803.29	-1241.93	-1738.70	-2434.17
管理费用	1110.68	1365.49	1616.31	1832.62	投资	-6772.25	-4918.03	-5755.23	-6745.23
财务费用	-155.95	-463.23	-488.79	-496.68	投资活动现金流	-6538.70	-5738.34	-7045.36	-8701.19
资产减值损失					股权募资	8612.36	0.00	0.00	0.00
投资收益	159.22	152.05	152.05	152.05	债务募资	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	4768.01	5180.46	6502.17	7955.49	筹资活动现金流	7596.15	0.00	0.00	0.00
营业外收支	245.06	269.56	296.52	326.17	现金净流量	1225.59	1392.43	311.10	214.86
利润总额	5328.24	6065.31	7439.52	8930.38	主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
所得税	1317.35	1516.33	1859.88	2232.60	成长能力 (%)				
净利润	4010.89	4548.98	5579.64	6697.79	营业收入增长率	56.55%	20.48%	18.37%	17.42%
归属于母公司净利润	4010.88	4548.98	5579.64	6697.79	净利润增长率	136.14%	13.42%	22.66%	20.04%
YoY (%)	136.14%	13.42%	22.66%	20.04%	盈利能力 (%)				
每股收益(元)	1.53	1.74	2.13	2.56	毛利率	53.03%	51.72%	52.61%	53.13%
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	净利率	17.69%	16.66%	17.26%	17.65%
货币资金	14744.90	16137.33	16448.42	16663.28	总资产收益率 ROA	13.25%	12.21%	12.50%	12.56%
预付款项					净资产收益率 ROE	19.01%	17.73%	17.87%	17.66%
存货	1772.80	1806.21	2188.28	2541.76	偿债能力 (%)				
其他流动资产	771.69	1092.39	1293.05	1518.33	流动比率	2.42	2.38	2.46	2.53
流动资产合计	18671.85	24074.21	29330.22	35341.65	速动比率	2.09	2.09	2.17	2.24
长期股权投资	1267.07	1267.07	1267.07	1267.07	现金比率	1.91	1.59	1.38	1.19
固定资产	1625.89	1763.65	2110.29	2703.24	资产负债率	30.29%	31.14%	30.00%	28.89%
无形资产	1520.45	1494.42	1648.25	1996.79	经营效率 (%)				
非流动资产合计	11602.96	13178.73	15289.63	18002.58	总资产周转率	0.75	0.73	0.72	0.71
资产合计	30274.82	37252.94	44619.84	53344.24	每股指标 (元)				
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	1.53	1.74	2.13	2.56
应付账款及票据	1599.28	3296.33	3829.50	4448.09	每股净资产	8.06	9.80	11.94	14.49
其他流动负债	4787.57	5461.95	6465.23	7591.65	每股经营现金流	0.00	2.72	2.81	3.41
流动负债合计	7703.85	10132.99	11920.25	13946.86	每股股利	0.46	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	估值分析				
其他长期负债	1466.86	1466.86	1466.86	1466.86	PE	56	38	31	26
非流动负债合计	1466.86	1466.86	1466.86	1466.86	PB	10.58	6.52	5.36	4.41
负债合计	9170.71	11599.85	13387.12	15413.72					
股本	238.76	238.76	238.76	238.76					
少数股东权益	2.56	2.56	2.56	2.56					
股东权益合计	21104.11	25653.09	31232.73	37930.51					
负债和股东权益合计	30274.82	37252.94	44619.84	53344.24					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

唐爽爽：中国人民大学经济学硕士、学士，11年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券、海通证券等，曾获得2011-2015年新财富纺织服装行业最佳分析师团队第4/5/3/1/1名、2012-2015年水晶球纺织服装行业最佳分析师团队5/4/4/4名，2013-2014年金牛奖纺织服装行业最佳分析师团队第5/5名，2013年Wind金牌分析师第4名，2014年第一财经最佳分析师第4名，2015年华尔街见闻金牌分析师第1名，2020年Wind“金牌分析师”纺织服装研究领域第2名，2020年21世纪金牌分析师评选之消费深度报告第3名。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。