

李宁 (02331.HK)

22H1 业绩点评：高效运营优势有望促全年目标达成 买入（维持）

2022年08月13日

证券分析师 李婕

执业证书：S0600521120003

lijie@dwzq.com.cn

研究助理 赵艺原

执业证书：S0600120100009

zhaoyy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	22,572	27,078	33,823	41,763
同比	56.1%	20.0%	24.9%	23.5%
归属母公司净利润（百万元）	4,011	4,721	5,929	7,363
同比	136.1%	17.7%	25.6%	24.2%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	1.53	1.80	2.27	2.81
P/E（现价&最新股本摊薄）	39	33	27	21

投资要点

- **公司公告 22H1 业绩：**22H1 实现收入 124.1 亿元/yoy+21.7%、归母净利 21.9 亿元/yoy+11.6%，利润增速低于收入主因毛利率同比下降 5.9pct。其中，李宁牌（不含国际市场及李宁 YOUNG）22H1 收入 118 亿元/yoy+19%，全平台大货流水同比高单位数增长、其中 22Q1/Q2 分别同比 20%-30% 高段增长/高单位数下滑，Q2 流水受国内疫情及同期高基数影响承压下滑。
- **收入拆分：批发渠道、鞋类、童装表现较好。1) 分渠道看，**22H1 直营/批发/电商收入分别同比+10.8%/+28.5%/+19.2%，电商受疫情影响较小保持较快增长，批发渠道销售表现较好主因公司渠道效率较高、公司向经销商发布专业运动新品促进流水恢复、经销商订货量增加。截至 22H1 末公司门店共 7112 家（李宁牌 5937 家+YOUNG1175 家）、较去年同期净增 367 家（李宁牌 233 家+YOUNG134 家）、同比+5.4%。**2) 分产品看，**22H1 鞋类/服装/器材及配件收入分别同比+47.1%/-3.1%/+37.4%，鞋类销售表现优异、主要受益于对于专业品类的战略性聚焦。**3) 分子品牌看，**22H1 李宁牌/李宁 YOUNG/国际市场收入分别约 118/4/2 亿元、分别同比+19%/+128%/+52%，童装表现优异主因明确童装专业定位、零售&商品&渠道效率均有提升。
- **李宁牌：Q2 大货流水及同店销售承压、收入表现超预期。1) 22H1 李宁牌收入同比+19%、大货流水同比高单位数增长（Q2 下滑高单位数），**我们认为差异主要来自流水未统计增速较高的专业渠道、以及经销商订货量增加两方面影响。**2) 分渠道看，**22H1 李宁牌批发/直营/电商收入分别同比+27%/+10%/+19%、收入分别占李宁牌的 47%/23%/30%。**3) 开店方面，**截至 22H1 李宁牌批发/直营店铺数分别为 4672/1265 家、较 21H1 分别净增 56/177 家、分别同增 1.2%/16.3%。**4) 同店销售（流水）方面，**22H1 李宁牌大货整体同比低单位数增长（Q2 下滑 10-15%），其中批发/直营/电商分别同比低单位数下滑/低单位数增长/10%-20% 中段增长，批发同店销售小幅下滑、主因 Q2 疫情及同期高基数影响。**5) 批发业务方面，**开店和同店贡献有限，但收入维持 27% 较高增速，我们判断与流水及同店销售未统计增速较高的专业渠道（估计专业渠道约占批发渠道的 25%+），同时经销商订货加大、库存增加有关。
- **利润率略降、仍符合目标，库存管控较优。1) 毛利率&净利率：**22H1 毛利率同比-5.9pct 至 50%，主因 Q2 疫情影响下公司为平衡流水及库存状况、折扣有所加深（22H1 整体线下折扣同比加深中单位数至 6-7 折高段、三个月内新品折扣约 8 折）。结合有效管控费用投入及财务收入增加、销售/管理/财务费用率分别-0.8/-0.1/-1.3pct，经营利润率-3.6pct 至 21.3%、净利率-1.6pct 至 17.6%、符合公司此前目标。**2) 存货：**截至 22H1 存货 19.76 亿元/yoy+51%、存货周转天数 55 天，渠道库存同比+40%-50% 中段、库销比 3.6 个月优于同业。库存虽增长较多、但库销比仍处健康水平，主因同期库存基数较低、生意规模扩大以及提前备货，库龄结构改善、6 个月以内库存占比达 88%，健康库存周转主要得益于公司近三年聚焦经营效率提升、持续推进肌肉型企业战略，全渠道效率、库存效率、店铺运营效率均有明显改善。**3) 现金流：**22H1 经营现金流净额 15.83 亿元/yoy-52%，主因疫情期间为保证供应链平稳高效，加大对供应商支持、缩短付款周期，叠加原材料价格上涨导致采购金额增加。净现金同比增加 97.85 亿至 180.98 亿，账上资金充沛、受益于 21 年 11 月完成配售。
- **六维度持续提升经营效率。**公司通过商品运营、零售运营、渠道、电商、供应链、童装六维度提升经营效率，如：**1) 商品运营，**22H1 商品宽度缩减低单位数、深度增加低单位数，聚焦专业产品，22 年建立“超轻 19”跑鞋年销售 300 万双目标协同项目、截至上半年已销售近 200 万双、有望打造李宁史上第一爆款，有助驱动团队能力提升、未来有望复制于其他专业领域。**2) 零售运营，**推进单店业务模式，成交率提升中单位数百分点、零售折扣加深中单位数百分点、ASP 提升低单位数、整体连带率提升高单位数。**3) 渠道，**坚持扩展高质量可盈门店铺战略，22H1 店铺总面积增加 20%-30% 低段、单店平均面积达 220 平、单店日均店效提升低单位数。**此外，**在电商、供应链、童装方面亦强化管控意识，聚焦效率提升。
- **盈利预测与投资评级：**公司为国产运动服饰龙头，22Q2 疫情不利环境下李宁牌大货流水承压，公司通过加深折扣、加强订货促收入保持较快增长，毛利率下滑但加强费用管控促净利率下滑有限，存货增加但库销比仍处健康水平且优于同业。经历 6 月疫情好转需求集中释放后、7 月以来流水趋势逐渐向好、目前已恢复至双位数以上增长。得益于高效管理优势，公司有信心在下半年疫情稳定情况下完成年初业绩目标，即收入同比增长 10%-20% 高段至 20%-30% 低段、净利润率 10%-20% 高段。我们维持 22-24 年归母净利润同增 17.7%/25.6%/24.2% 的预测，EPS 分别为 1.80/2.27/2.81 元/股，对应 PE33/27/21X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**疫情恶化超出预期，终端流水波动等。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	70.10
一年最低/最高价	50.65/107.70
市净率(倍)	8.28
港股流通市值(百万港元)	183,512.90

基础数据

每股净资产(元)	8.47
资产负债率(%)	28.62
总股本(百万股)	2,617.87
流通股本(百万股)	2,617.87

相关研究

《李宁(02331.HK): 22Q1 流水点评：高效运营优势有望削弱疫情影响》

2022-04-20

《李宁(02331.HK): 2021 业绩点评：多措并举提高经营效率和质量，促业绩大增》

2022-03-19

《李宁(02331.HK): 2021Q3 流水 40%-50% 低段增长，国潮本潮延续强势表现》

2021-10-26

表1: 21Q1-22Q1 李宁门店情况、李宁牌（不含国际市场及李宁 YOUNG）单季度流水及同店销售

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2
门店数 (家)	6,799	6,745	6,940	7,137	7,007	7,112
李宁牌	5,784	5,704	5,803	5,935	5,872	5,937
零售	1,125	1,088	1,149	1,165	1,177	1,265
批发	4,659	4,616	4,763	4,770	4,695	4,672
李宁 YOUNG	1,015	1,041	1,137	1,202	1,135	1,175
全平台流水						
同比 (李宁牌)	80-90%高段	90-100%低段	40-50%低段	30-40%低段	20-30%高段	下滑高单位数
线下	80-90%低段	90-100%低段	30-40%高段	20-30%高段	20-30%中段	下滑高单位数
零售	90-100%低段	80-90%高段	40-50%低段	20-30%高段	30-40%中段	下滑高单位数
批发	80-90%低段	90-100%低段	30-40%高端	20-30%高段	20-30%低段	下滑高单位数
电商	约 100%	90-100%高段	50-60%中段	40-50%低段	30-40%中段	中单位数增长
同店销售同比 (李宁牌)	不可比	80-90%低段	20-30%高段	20-30%低段	20-30%低段	下滑 10-20%低段
线下	不可比	70-80%高段	20-30%中段	20-30%低段	10-20%中段	下滑 10-20%高段
零售	不可比	90-100%低段	30-40%低段	20-30%中段	20-30%中段	下滑 10-20%高段
批发	不可比	70-80%低段	20-30%中段	10-20%高段	10-20%低段	下滑 10-20%高段
电商	不可比	80-90%高段	30-40%中段	20-30%高段	30-40%中段	低单位数增长

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表2: 22H1 李宁收入、门店按子品牌、按渠道拆分情况

	22H1 收入 (亿元)	YOY	收入占比	渠道数量 (家)	净变动 (家)	毛利率	经营利润率
整体	124.09	21.7%	100%	7112	367	50.0%	21.3%
分子品牌							
李宁牌	118.09	19.4%	95.2%	5937	233	/	/
直营	27.16	9.8%	21.9%	1265	177	60-70%低段	10-20%高段
批发	55.65	27.1%	44.8%	4672	56	40-50%中段	30-40%中段
电商	35.43	19.4%	28.5%	/	/	50-60%高段	20-30%中段
李宁 YOUNG	4.15	127.8%	3.3%	1175	134	/	/
国际市场	1.86	52.1%	1.5%	/	/	/	/
分渠道							
中国市场	122.23	21.3%	98.5%	/	/	/	/
直营	27.92	10.8%	22.5%	/	/	/	/
批发	58.94	28.5%	47.5%	/	/	/	/
电商	35.36	19.2%	28.5%	/	/	/	/
国际市场	1.86	52.1%	1.5%	/	/	/	/

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所 (注: 部分细分数据根据公开数据估算; 分渠道经营利润率仅反映李宁牌渠道利润率情况, 集团层面相关费用未考虑在内, 因此与公司整体经营利润率存在差异)

李宁三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	18,672	24,155	31,919	40,680	营业收入	22,572	27,078	33,823	41,763
现金	14,745	20,132	27,121	34,956	减:营业成本	10,603	12,867	15,962	19,683
应收账款	903	1,041	1,301	1,606	销售费用	6,138	7,205	8,954	10,992
存货	1,773	2,144	2,660	3,280	管理费用	1,111	1,300	1,657	2,088
其他流动资产	1,251	837	837	837	加:其他收入	400	406	507	626
非流动资产	11,603	11,747	12,147	12,520	营业利润	5,136	6,113	7,757	9,627
固定资产	1,626	2,182	2,430	2,638	加:财务净收入	33	(13)	2	23
无形资产	188	195	204	212	投资收益	159	195	146	167
使用权资产	1,333	1,466	1,613	1,774	利润总额	5,328	6,295	7,905	9,817
其他非流动资产	8,457	7,904	7,900	7,896	减:所得税费用	1,317	1,574	1,976	2,454
资产总计	30,275	35,901	44,065	53,200	少数股东损益	0	0	0	0
流动负债	7,704	8,320	10,208	11,563	归属母公司净利润	4,011	4,721	5,929	7,363
应付账款	1,599	1,430	2,246	2,315	EBIT	4,720	5,707	7,250	9,000
应付债券	4,025	4,830	5,796	6,955	EBITDA	5,066	6,078	7,662	9,454
短期借款	0	0	0	0					
其他流动负债	2,080	2,060	2,167	2,294					
非流动负债	1,467	1,756	2,103	2,519					
其他非流动负债	1,467	1,756	2,103	2,519					
负债合计	9,171	10,076	12,311	14,083					
少数股东权益	3	3	3	3	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
归母股东权益	21,104	25,825	31,754	39,117	每股收益(元)	1.53	1.80	2.26	2.81
负债和股东权益	30,275	35,901	44,065	53,200	每股净资产(元)	8.06	9.87	12.13	14.94
					发行在外股份(百万股)	2,618	2,618	2,618	2,618
					ROIC(%)	16.8%	16.6%	17.1%	17.3%
					ROE(%)	26.9%	20.1%	20.6%	20.8%
					毛利率(%)	53.0%	52.5%	52.8%	52.9%
					销售净利率(%)	17.8%	17.4%	17.5%	17.6%
					资产负债率(%)	30.3%	28.1%	27.9%	26.5%
					收入增长率(%)	56.1%	20.0%	24.9%	23.5%
					净利润增长率(%)	136.1%	17.7%	25.6%	24.2%
					P/E	39.3	33.4	26.6	21.4
					P/B	7.5	6.1	5.0	4.0
					EV/EBITDA	28.2	22.7	17.1	13.0

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2022年8月12日的0.8599,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

