

22H1 收入靓丽，篮球、跑步专业运动领跑

事件

公司发布 2022 年中期业绩：2022H1 实现营收 124.09 亿元/+21.7%；归母净利润 21.89 亿元/+11.6%；毛利率 50.0%/-5.9pct，净利率 17.6%/-1.6pct；经营活动现金流净额为 15.83 亿元/-52.4%。

22Q2 同店情况：李宁牌（不含李宁 YOUNG）整体同店录得 10%-20%低段下降，其中零售（直接经营）渠道录得 10%-20%高段下降，批发渠道录得 10%-20%高段下降，电商业务录得低单位数增长。

22Q2 流水情况：李宁牌（不含李宁 YOUNG）整体流水高单位数下降，线下渠道（包括零售及批发）录得高单位数下降，其中零售渠道及批发渠道均录得高单位数下降，电商业务录得中单位数增长。

简评

疫情影响下 22H1 流水、收入同比+8%、+22%，流水符合预期，收入增速超预期。2022H1 公司收入同比+22%，超市场预期，平均件单价提升低单位数；线下渠道流水增长中单位数，线上及线下渠道流水增长高单位数（约 8%）；同店销售增长低单位数。疫情影响下仍能保持 22%的收入增长，主要受益于 22Q1 的优异表现（流水增长 20%-30%高段），以及电商、批发渠道相对稳健的表现。

分渠道来看：1) 批发业务收入 59.01 亿元/+28.5%，占比 47.5%/+2.5pct，李宁牌批发整体收入（不包含专业渠道发货）增长 10%-20%中段，流水增长中单位数，同店销售下滑低单位数，年末门店数量为 4,672 家，环比 22Q1 减少 23 家；2) 零售业务（线下直营）收入 27.87 亿元/+10.8%，占比 22.5%/-2.2pct，同店销售增长低单位数，门店数量为 1,265 家，环比 22Q1 增加 88 家；3) 电商收入 35.34 亿元/+19.2%，占比 28.5%/-0.6pct，同店销售增长 10%-20%中段，公司持续建设李宁大电商业务模式，其中线上直营流水增长 10%-20%高段，线上直营流水占比提升低单位数，会员数量突破 4,600 万，会员销售贡献提升高单位数。

疫情和高基数影响下，终端折扣率加深、售罄率下滑，但新品流水表现靓丽。尽管上半年折扣率有所加深，但公司品牌力提升、产品结构优化带动新品销售及新品折扣率相对平稳，且批发业务增长较快（受折扣影响小），公司实现 ASP 提升：1) 上半年新品（6 个月内）销售仍强劲，新品线下零售流水增长 10%-20%中段，新品流水占比为 91%，同比+6pct；2) 2022H1 公司终端折扣率加深中单位数，新品 3 个月折扣率约为 80%（2021 年为 80%-90%低段），

李宁 (2331.HK)

维持

买入

叶乐

yele@csc.com.cn

18521081258

SAC 执证编号：S1440519030001

SFC 中央编号：BOT812

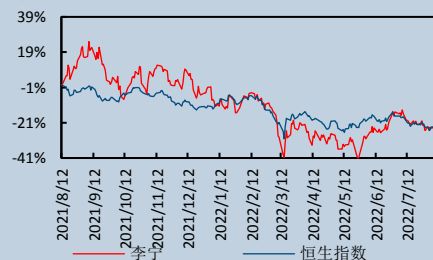
发布日期：2022 年 08 月 13 日

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-2.62/2.31	17.44/16.14	-22.0/2.67
12 月最高/最低价 (港元)		108.2/48.6
总股本 (万股)		261,787.3
流通 H 股 (万股)		261,787.3
总市值 (亿港元)		1,751.36
流通市值 (亿港元)		1,751.36
近 3 月日均成交量 (万股)		1,655.45
主要股东		
非凡中国发展有限公司		10.36%

股价表现



相关研究报告

- 22.04.20 【中信建投轻工纺服及教育】李宁 (2331):一季度整体表现亮眼，疫情加剧影响 3 月流水
- 22.03.19 【中信建投轻工纺服及教育】李宁 (2331):21 年业绩超预期，品牌力持续提升，李宁 1990 启航
- 21.10.25 【中信建投轻工纺服及教育】李宁 (2331):Q3 流水增长强劲，线下重启扩张

电商平均折扣加深高单位数，童装整体零售折扣改善 1pct、新品 3 个月折扣率加深中单位数；3) 售罄率方面，6 个月下跌约 7pct，3 个月下跌 9pct，新品 3 个月售罄率为 50%-60% 高段（2021 年为 60%-70% 低段），童装新品 3 个月售罄率下跌中单位数。

大店、购物中心贡献继续提升，持续优化新开门店质量。2022H1，公司店铺总面积增长 20%-30% 低段、平均面积约 220 平方米、平均月店效提升 10%-20% 低段；大店（店铺面积超过 300 平方米）流水占比提升高单位数，高层级市场（超大城市与一线城市）流水贡献保持稳定，购物中心流水贡献提升高单位数；上半年新开店超过 240 家，平均面积为 320 平方米，平均月店销达 45 万元。

上半年篮球、跑步等专业运动品类贡献主要增长；服装品类略有下滑，鞋类收入同增 47%。2022H1，篮球、跑步品类流水增速分别为 30%、10%，占比分别为 28%/+5pct、20%/+1pct，运动生活、健身品类流水同比-1%、-9%，占比 39%/-3pct、12%/持平。按类别来看，22H1 服装收入为 49.07 亿元/-3.1%、鞋类收入 67.59 亿元/+47.1%、器材及配件收入 7.43 亿元/+37.4%。**篮球方面**，“全城 10”搭载全掌䨻科技，为上半年销售表现最火热的篮球实战鞋，“驭帅一䨻”系列继续扩充高端篮球鞋市场，巩固品牌顶级尖货地位，此外公司 7 月 2 日发布了韦德之道 10 系列，采用的经典的晨曦配色，持续发力篮球鞋品类；**跑步方面**，上半年公司发布高端竞速跑鞋“飞电”全系列搭载创新性的“䨻丝”科技，在鞋面科技上率先进行创新突破；品类倍增计划取得良好成效，吊牌价 599 元的跑鞋“超轻 19”销量达到 200 万双（去年全年超轻 18 为 70 万双）。

成本上行、折扣率加深、DTC 占比降低导致毛利率下行，其他收益及利息同比增长贡献业绩。2022H1 毛利率为 50.0%/-5.9pct，成本上涨和折扣加深导致毛利率下降，其中直营、电商、批发毛利率贡献-1.7pct、-1.7pct、-1.4pct，销售渠道变动、库存拨备导致毛利率下行 0.7pct、0.4pct。公司经营利润率 21.3%/-3.6pct，净利率 17.6%/-1.6pct，降幅收窄主要由于政府补助在内的其他收入及收益（3.37 亿元/+140%，收入占比 2.7%/+1.3pct）、融资收入净额（1.74 亿元/+2228%，收入占比 1.4%/+1.3pct）增长，及费用率下行，其中经销开支占比 27.3%/-0.8pct，其中广告及市场推广开支率为 7.9%/+0.6pct；行政开支占比 4.2%/-0.1pct。

库存、应收账款周转均处于健康状态，公司库存金额有所提升。2022H1，公司整体渠道库存同比有所提升，但线下店铺存货同比继续改善，渠道整体存货周转月（包括店铺及仓库）、线下店铺存货周转月为 3.6、2.6 个月，同比+0.5、-0.1 月，环比 2021 年末-0.3、-0.6 个月；库龄结构保持健康，6 个月或以下（新品）库存占比达到 88%，同比+5pct、环比 2021 年末+4pct；新品库存环比有所提升，6 个月或以下（新品）的库存占比为 79%，同比+2pct，环比 2021 年末-3pct。同时，公司应收账款平均周转天数为 14 天，同比+1 天，应付款项平均周转天数为 48 天，同比-5 天。

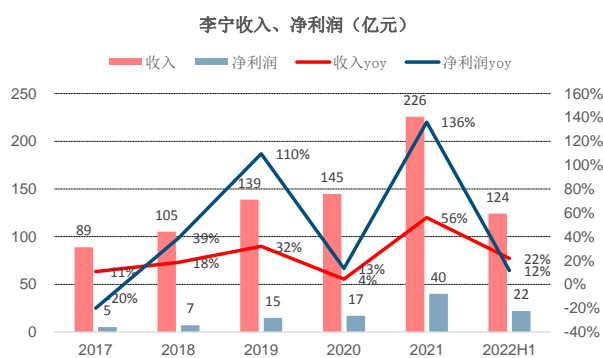
盈利预测：预计 2022-2024 年公司营业收入为 269.6、332.9、401.1 亿元（前次预测为 263.9、331.0、398.5 亿元，考虑公司上半年表现，略有上调），同比增长 19.5%、23.5%、20.5%；实现归母净利润 47.2、59.6、72.4 亿元（前次预测为前次预测为 46.0、59.6、72.4 亿元），同比增长 17.6%、26.4%、21.5%；对应最新估值 P/E 为 33.5x、26.5x、21.8x，维持“买入”评级。

风险提示：新冠疫情反复、消费低迷、国际关系不确定性增强等。

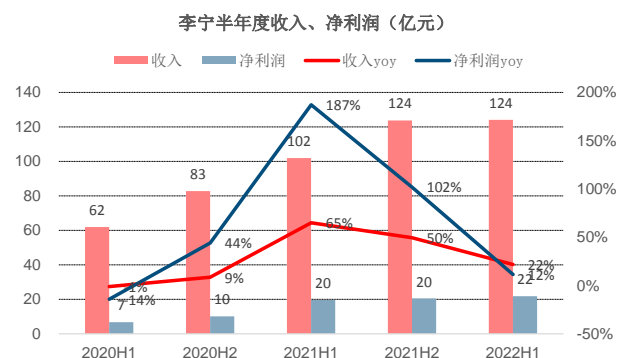
图表1： 李宁分季度流水及同店：2022Q2 全渠道流水高单位数下降，同店 10%-20%低段下降

	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2
单季度流水增长情况									
全渠道	中单位数下降	中单位数增长	10%-20%中段增长	80-90%高段增长	90%-100%低段增长	40%-50%低段增长	30%-40%低段增长	20%-30%高段增长	高单位数下降
线下	10%-20%低段下降	低单位数下降	10%-20%低段增长	80%-90%低段增长	90%-100%低段增长	30%-40%高段增长	20%-30%高段增长	20%-30%中段增长	高单位数下降
零售	10%-20%低段下降	持平	中单位数增长	90%-100%低段增长	80%-90%高段增长	30%-40%中段增长	20%-30%高段增长	30%-40%中段增长	高单位数下降
批发	高单位数下降	低单位数下降	10%-20%低段增长	80%-90%低段增长	90%-100%低段增长	30%-40%高段增长	20%-30%高段增长	20%-30%低段增长	高单位数下降
电商	20%-30%高段增长	40%-50%低段增长	30%-40%中段增长	约 100%增长	90%-100%高段增长	50%-60%中段增长	40%-50%低段增长	30%-40%中段增长	中单位数增加
单季度同店增长情况									
全渠道	中单位数下降	低单位数增长	10%-20%低段增长	—	80%-90%低段增长	20%-30%高段增长	20%-30%低段增长	20%-30%低段增长	10%-20%低段下降
线下	中双位数下滑	中单位数下滑	中单位数增长	—	70%-80%高段增长				
零售	高双位数下滑	中单位数下滑	高单位数增长	—	90%-100%低段增长	30%-40%低段增长	20%-30%中段增长	20%-30%中段增长	10%-20%高段下降
批发	低双位数下滑	中单位数下滑	中单位数增长	—	70%-80%低段增长	20%-30%中段增长	10%-20%高段增长	10%-20%低段增长	10%-20%高段下降
电商	20%-30%中段增长	30%-40%高段增长	30%-40%低段增长	80%-90%高段	80%-90%高段增长	30%-40%中段增长	20%-30%高段增长	30%-40%中段增长	低单位数增加

资料来源：公司公告、公司推介ppt、中信建投

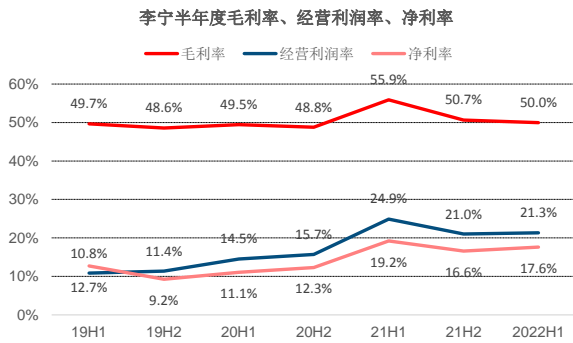
图表2： 2022H1 年收入、归母净利润同比+22%、+12%


资料来源：公司公告、中信建投

图表3： 2022H1 年收入、净利润增速有所放缓


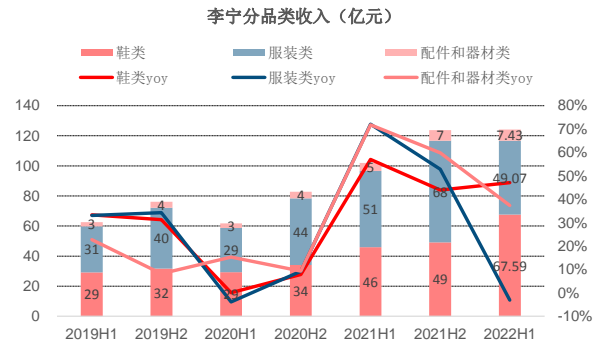
资料来源：公司公告、中信建投

图表4： 22H1 毛利率、净利率分别为 50.0%、17.6%



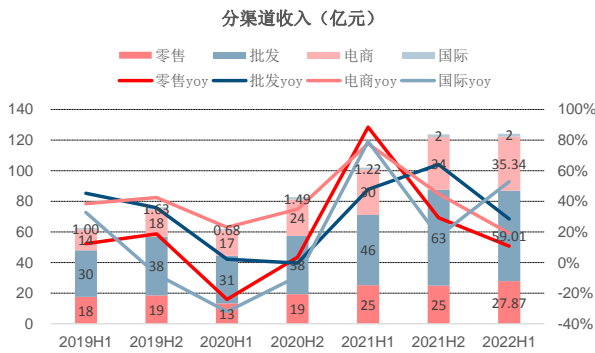
资料来源：公司公告、中信建投

图表5： 22H1 鞋类、服饰、配件收入同比+47%、-3%、+37%



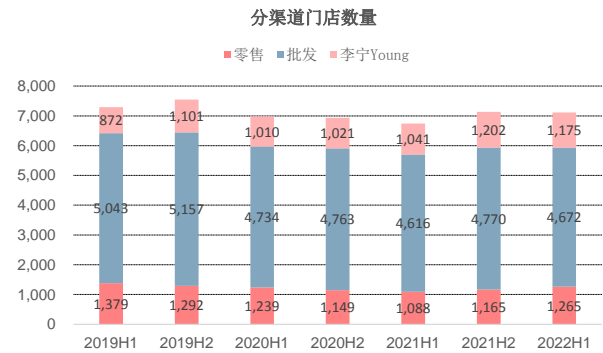
资料来源：公司公告、中信建投

图表6： 22H1 零售、批发、电商收入同比+11%、29%、19%



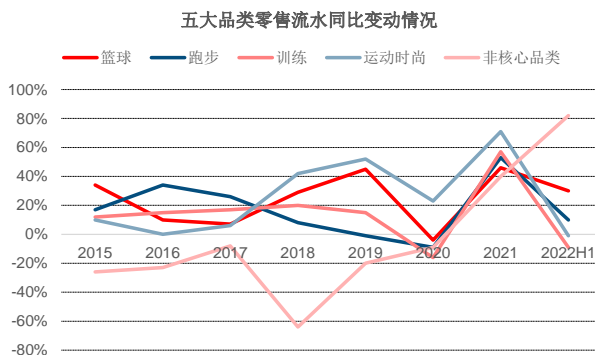
资料来源：公司公告、中信建投

图表7： 22H1 末李宁牌门店较 21 年末净增长 2 家



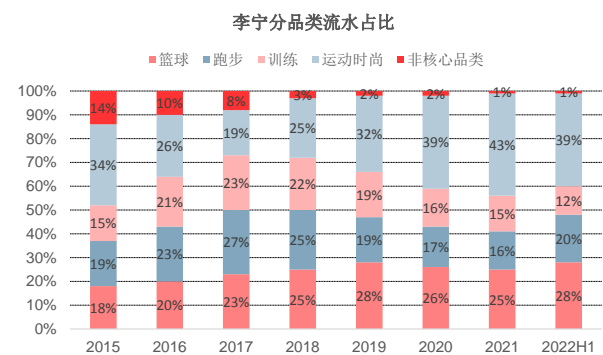
资料来源：公司公告、中信建投

图表8： 22H1 篮球、跑步品类同比+30%、+10%



资料来源：公司公告、中信建投

图表9： 22H1 专业运动品类份额有所提升



资料来源：公司公告、中信建投

李宁盈利预测 (单位: 百万人民币) 2022年8月12日

利润表	FY20	FY21	FY22E	FY23E	FY24E	现金流量表	FY20	FY21	FY22E	FY23E	FY24E
营业收入	14,457	22,572	26,963	33,291	40,107	经营活动现金流净额	2,763	6,525	5,798	7,769	9,326
营业成本	7,363	10,603	13,086	15,735	18,820	年内利润	2,248	5,328	4,716	5,916	7,216
毛利	7,094	11,969	13,877	17,556	21,286	折旧摊销	1,013	1,205	1,068	1,139	1,331
销售费用	4,425	6,138	7,280	8,922	10,668	经营性财务支出及投资收益	-16	-133	-109	139	137
管理费用	805	1,111	1,321	1,631	1,965	经营性营运资金增加	142	630	691	980	1,086
营业利润	2,196	5,136	5,837	7,679	9,405	其它	-623	-505	-568	-405	-443
财务费用	32	-33	-268	-21	-23	投资活动现金流净额	-992	-6,539	1,051	-2,676	-3,111
投资收益	83	159	159	159	159	固定资产购建	-594	-2,000	-1,210	-1,365	-1,604
其他	-	-	-	-	-	无形资产购置	-152	-260	-404	-399	-481
利润总额	2,248	5,328	6,265	7,859	9,587	其它	-246	-4,279	2,665	-912	-1,025
减: 所得税	549	1,317	1,549	1,943	2,370	筹资活动现金流净额	-513	7,596	-1,231	-1,386	-1,762
净利润	1,698	4,011	4,716	5,916	7,216	归母分红	-378	-515	-1,114	-1,310	-1,643
少数股东损益	-	-	-	-	-	支付租赁负债	-325	-	-163	-81	-122
归母净利润	1,698	4,011	4,716	5,916	7,216	融资	-	8,572	-	-	-
						其他	189	-460	45	5	3
						净现金流	1,258	11,039	5,618	3,707	4,453
资产负债表	FY20	FY21	FY22E	FY23E	FY24E	关键指标	FY20	FY21	FY22E	FY23E	FY24E
流动资产	9,777	18,672	25,658	30,409	36,089	业绩表现					
货币资金	7,187	15,146	21,194	25,003	29,600	营业收入增长率	4.2%	56.1%	19.5%	23.5%	20.5%
应收账款	659	903	1,078	1,332	1,604	归母净利润增长率	13.3%	136.1%	17.6%	25.5%	22.0%
预付账款	-	-	-	-	-	毛利率	49.1%	53.0%	51.5%	52.7%	53.1%
存货	1,346	1,773	2,366	2,815	3,368	净利率	11.7%	17.8%	17.5%	17.8%	18.0%
其他	585	850	1,020	1,259	1,517	OPM	15.2%	22.8%	21.6%	23.1%	23.4%
非流动资产	4,817	11,603	10,024	12,097	14,411	销售费用率	30.6%	27.2%	27.0%	26.8%	26.6%
非核心资产(非流动)	1,368	2,401	2,868	3,541	4,266	管理费用率	5.6%	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%
固定资产	1,065	1,626	1,892	2,185	2,536	财务费用率	0.2%	-0.1%	-1.0%	-0.1%	-0.1%
无形资产	1,423	1,683	1,963	2,296	2,699	ROE	21.5%	26.9%	20.6%	21.9%	22.4%
长期待摊费用	-	-	-	-	-	ROA	12.5%	17.9%	14.3%	15.1%	15.5%
其他	961	5,893	3,301	4,075	4,910	有效所得税率	24.4%	24.7%	24.7%	24.7%	24.7%
资产总计	14,594	30,275	35,682	42,506	50,500	EPS (摊薄)	0.68	1.61	1.84	2.26	2.73
流动负债	5,015	7,704	9,313	11,213	13,356	BPS (摊薄)	3.49	8.48	9.65	11.23	13.23
短期借款	-	-	-	-	-	价值评估					
应付账款	3,768	5,674	7,021	8,450	10,107	PE	92.9	39.3	33.5	26.7	21.9
预收款项	-	-	-	-	-	PB (摊薄)	18.2	7.5	6.4	5.4	4.5
其他	1,247	2,030	2,292	2,763	3,249	流动性					
非流动负债	889	1,467	1,618	1,931	2,206	总负债 / 总资产	40.5%	30.3%	30.6%	30.9%	30.8%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.95	2.42	2.75	2.71	2.70
其他	889	1,467	1,618	1,931	2,206	速动比率	1.68	2.19	2.50	2.46	2.45
负债合计	5,904	9,171	10,931	13,144	15,562						
少数股东权益	3	3	3	3	3						
归母股东权益	8,687	21,102	24,749	29,360	34,936						
负债和股东权益	14,594	30,275	35,682	42,506	50,500						

资料来源: 公司财报、中信建投预测

分析师介绍

叶乐: 中信建投轻工纺服及教育行业首席分析师, 毕业于复旦大学金融硕士专业, 2016年加入中信建投证券研究发展部, 2019年“水晶球”中小市值入围, 2020年“新财富”海外最佳分析师第5名。目前专注于运动服饰、美护、家居、造纸包装、教育、新型烟草等消费服务产业研究。联系方式: 18521081258, yele@csc.com.cn

研究助理

秦臻 17801049361 qinzhen@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层
 电话:(8610) 8513-0588
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk