

李宁 (02331.HK)

2022年08月14日

2022H1 运营持续提效，专业品类表现亮眼

——港股公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

吕明（分析师）

周嘉乐（分析师）

lvming@kysec.cn

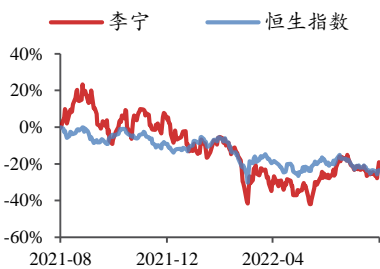
zhoujiale@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

日期	2022/8/12
当前股价(港元)	70.100
一年最高最低(港元)	108.20/48.600
总市值(亿港元)	1,835.13
流通市值(亿港元)	1,835.13
总股本(亿股)	26.18
流通港股(亿股)	26.18
近3个月换手率(%)	40.79

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《2022Q1 流水增速良好，商品管理成效显著—港股公司信息更新报告》-2022.4.20

《业绩全面超市场预期，打造肌肉型企业持续引领行业—港股公司信息更新报告》-2022.3.20

《Q3 流水好于行业且超市场预期，线下拓店积极—港股公司信息更新报告》-2021.10.26

● 2022H1 业绩超预期，全年目标不改，维持“买入”评级

2022H1 公司收入 124.09 亿元 (+21.69%)，归母净利润 21.89 亿元 (+11.57%)。2022H2 在疫情得到控制以及基数较低背景下，公司聚焦经营效率持续提升，2022 年 7 月以来流水保持双位数增长，预计全年业绩稳健，顺利打造肌肉型企业引领行业。我们维持盈利预测，预计 2022-2024 年净利润为 46.34/56.93/69.05 亿元，对应 EPS 1.8/2.2/2.6 元，当前股价对应 PE 34.1/27.7/22.9 倍，维持“买入”评级。

● 2022H1 批发渠道与鞋品类增速较快，2022Q2 同店增长受高基数影响

收入：(1) 2022H1 线下批发/线下零售/线上电商渠道收入 59.0 (+28.5%) /27.9 (+10.8%) /35.3 (+19.2%) 亿元。(2) 鞋类/服装/配件收入 67.59 (+47.1%) /49.07 (-3.1%) /7.43 (+37.4%) 亿元。**流水：**2022H1 流水增长 8%，跑步/健身/篮球/运动生活分别增长 10%/-9%/30%/-1%，占总流水的 20%/12%/28%/39%。**门店：**截至 2022H1，总门店数 7112 家 (+367)，李宁 YOUNG 1175 家 (+134)；李宁核心品牌门店 5937 家 (+233)。**同店：**2022H1 全渠道同店低单位数增长，零售渠道、批发渠道、线上渠道分别低单位数增长、低单位数下滑、10%-20%中段增长。2022Q2 消费端受疫情反弹影响，且 2021Q2 同店增长超 80%，基数较高。

● 盈利能力保持稳健，营运能力及资金状况表现良好

毛利率：2022H1 公司毛利率为 55.0% (-5.9pct)，销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 27.3% (-0.8pct) /4.2% (-0.1pct) /-1.4% (-1.3pct)。财务费用率下降主要系政府补贴增加以及净现金带来的利息收益。**净利率：**2022H1 公司经营利润率/归母净利率为 21.3% (-3.6pct) /17.6% (-1.6pct)，主要系成本上升、折扣加深、DTC 渠道收入占比下降、存货拨备等影响。**存货：**截至 2022 年 6 月，存货为 20.83 亿元 (+50%)，主要系生意规模扩大，公司增加备货。截至 2022 年 6 月，存货周转天数 54.4 天 (+1.3)，库销比 3.6。**经营性净现金流和现金：**2022H1 公司经营净现金流 15.83 亿元(-52%)，主要系公司缩短支付周期以支持供应商资金周转和生产运营。净现金为 181 亿元，较 2021H1 末增加 98 亿元，主要系 2021 年 11 月完成增发集资。**应收账款：**截至 2021 年 6 月，应收账款 12.6 亿元(+16%)，应收账款周转天数为 14.3 天 (+1.4)，应收贸易款项处于合理健康水平。

● 风险提示：产品升级和渠道升级不及预期；渠道库存恶化。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	14,457	22,572	27,405	33,053	39,763
YOY(%)	4.2	56.1	21.4	20.6	20.3
净利润(百万元)	1,698	4,011	4,634	5,693	6,905
YOY(%)	13.3	136.1	15.5	22.8	21.3
毛利率(%)	49.1	53.0	52.0	52.5	53.0
净利率(%)	11.7	17.8	16.9	17.2	17.4
ROE(%)	19.5	19.0	18.3	18.7	18.9
EPS(摊薄/元)	0.6	1.5	1.8	2.2	2.6
P/E(倍)	92.9	39.3	34.1	27.7	22.9
P/B(倍)	18.2	7.5	6.2	5.2	4.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 2022H1 业绩超预期，疫情反复与成本上升影响 Q2 盈利能力	3
2、 盈利能力保持稳健，营运能力及资金状况表现良好	4
2.1、 盈利能力：成本上涨和折扣加深致毛利下降	4
2.2、 营运能力：存货结构合理且可控，资金状况表现良好	5
3、 核心发展战略：聚焦经营效率提升，支持业绩稳步增长	5
3.1、 商品：强化商品运营，用合理库存做更好生意	6
3.2、 零售运营：实现店铺运营标准化管理，实现效率提升	6
3.3、 渠道运营：坚持拓展高质量可盈店铺战略，加速优质店铺开设	6
3.4、 电商运营：推动建设李宁大电商业务模式，强化重点单品和核心价位段的顾客心智	6
3.5、 童装：定位专业运动童装，提升产品力优化渠道结构	6
4、 盈利预测与投资建议	6
5、 风险提示	7

图表目录

图 1： 2022H1 公司收入 124.09 亿元 (+21.7%)	3
图 2： 2022H1 公司归母净利润 21.89 亿元 (+11.6%)	3
图 3： 渠道库存中 6 个月产品以上占比为 12%	5
图 4： 公司库存中 6 个月以上产品占比为 21%	5
表 1： 2022Q2 同店增长受疫情反弹和高基数影响	4

1、2022H1 业绩超预期，疫情反复与成本上升影响 Q2 盈利能力

2022H1 公司实现营收 124.09 亿元 (+21.7%)，超出此前预期，实现归母净利润 21.89 亿元 (+11.6%)。利润增速低于收入主要系原材料和人工等成本上升、促销竞争加剧导致折扣加深、毛利率更高的 DTC 渠道收入占比下降、存货拨备等因素，导致盈利能力短期受到影响。

图1：2022H1 公司收入 124.09 亿元 (+21.7%)

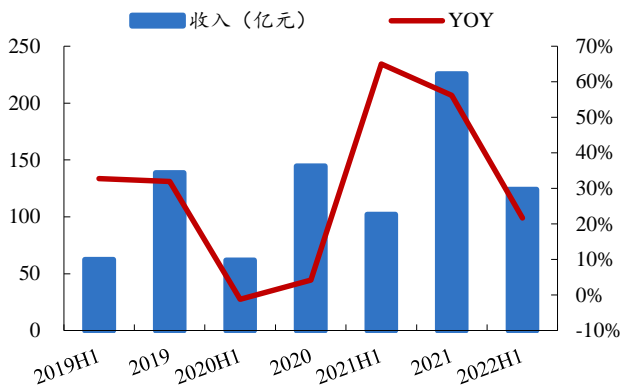
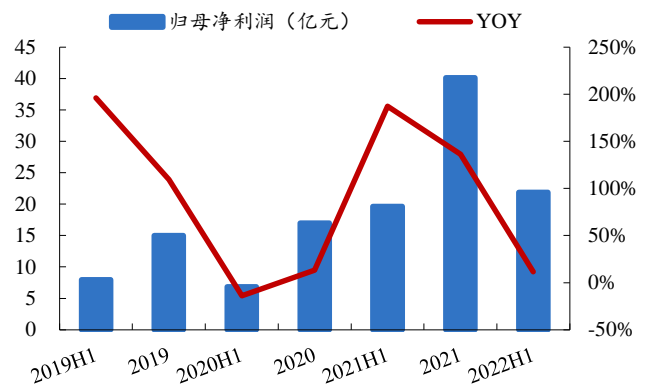


图2：2022H1 公司归母净利润 21.89 亿元 (+11.6%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

(1) 收入方面：

按渠道拆分：2022H1 线下批发/线下零售/线上电商渠道的报表收入分别为 59.0/27.9/35.3 亿元，分别同比增长+28.5%/+10.8%/+19.2%。批发渠道收入占比较 2021H1 上升 2pct 至 47%，直营占比提升 3pct 至 25%；电商占比提升 2pct 至 30%。

按品类拆分：2021H1 鞋类、服装、配件分别实现收入 67.59/49.07/7.43 亿元，分别同增 47.1%/-3.1%/37.4%，占总收入比分别为 54.5%/39.5%/6.0%。

(2) 流水方面：

按核心品类分：2022H1 零售流水增长 8%，其中跑步/健身/篮球/运动生活分别增长 10%/-9%/30%/-1%，占总流水的 20%/12%/28%/39%。

按渠道分：2022H1 全渠道（线上+线下）流水录得 8%增长，线下渠道中单位数增长，线上渠道 10%-20%高段增长。线下流水方面，6 个月以内新品流水占比提升 6pct 至 91%，达成公司此前目标。2021H2 公司对于渠道库存的前端式管理给 2022H1 新品流水改善提供了基础，公司零售运营能力在不断进步。

(3) 门店数量方面：

截至 2022H1，公司总门店较 2021H1 同比增加 367 家至 7112 家，其中：(1) 李宁 YOUNG 门店共计 1175 家，同比增加 134 家；(2) 李宁品牌门店（不含李宁 YOUNG），同比增加 233 家至 5937 家。

(4) 同店增长方面：

2022H1 李宁全渠道同店销售录得低单位数增长，2022Q1、2022Q2 分别增长 20%-30%低段、减少 10%-20%低段。**线下同店增长方面**，2022H1 零售渠道、批发渠道分别录得低单位数增长、低单位数下滑，2022Q2 零售和批发渠道均出现 10%-20%高段下滑。**线上同店增长方面**，2022H1、2022Q1、2022Q2 分别录得 10%-20%中段、30%-40%中段、低单位数增长。2022Q2 同店增长压力较大，主要系疫情反弹给消费端带来负面影响，2021Q2 全平台同店增长超 80%，基数较高。

表1：2022Q2 同店增长受疫情反弹和高基数影响

	2019 Q1	2019 Q2	2019 Q3	2019 Q4	2020 Q2	2020 Q3	2020 Q4	2021 Q1	2021 Q2	2021 Q3	2021 Q4	2022Q1	2022Q2
全渠道	10%-20	10%-20	10%-20	20%-30	中单位数	低单位数	低双	N/A	80%-90	20%-30	20%-	20%-30	下滑
同店	%中段	%中段	%高段	%低段	下降	增长	位数		%低段	%高段	30%低段	%低段	10%-20%低段
零售	高单位数	10%-20%低段	10%-20%低段	10%-20%高段	10%-20%高段下降	中单位数下降	高单位数	N/A	90%-100%低段	30%-40%低段	20%-30%中段	20%-30%中段	10%-20%高段
批发	10%-20%低段	10%-20%低段	10%-20%低段	10%-20%中段	10%-20%低段下降	中单位数下降	中单位数	N/A	70%-80%低段	20%-30%中段	10%-20%高段	10%-20%低段	10%-20%高段
电商	30%-40%高段	30%-40%中段	50%-60%中段	40%-50%低段	20%-30%中段增长	30%-40%高段增长	30%-40%低段	80%-90%高段	80%-90%高段	30%-40%中段	20%-30%高段	30%-40%中段	低单位数

数据来源：公司公告、开源证券研究所（2020Q1 由于线下门店关闭，无同店数据披露）

2、盈利能力保持稳健，营运能力及资金状况表现良好

2.1、盈利能力：成本上涨和折扣加深致毛利下降

(1) 毛利率：2022H1 公司毛利率为 55.0% (-5.9pct)，主要系原材料和人工等成本上升、促销竞争加剧导致折扣加深、毛利率更高的 DTC 渠道收入占比下降、存货拨备等影响。

拆分各个因素对整体毛利率的影响来看：直营毛利率下降影响 1.7pct、电商毛利率下降影响 1.7pct、批发毛利率下降影响 1.4pct、DTC 渠道收入占比下降影响 0.7pct、库存拨备影响 0.4pct。

(2) 费用率：2022H1 公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 27.3%、4.2%、-1.4%，同比-0.8pct，-0.1pct，-1.3pct。财务费用率下降主要系政府补贴增加以及大幅增加的净现金带来的利息收益。

(3) 经营利润率：2022H1 公司经营利润率为 21.3% (-3.6pct)。

(4) 净利率：2022H1 公司归母净利率为 17.6% (-1.6pct)，主要系原材料和人工等成本上升、促销竞争加剧导致折扣加深、毛利率更高的 DTC 渠道收入占比下降、存货拨备等影响。净利率降幅小于毛利率降幅主要系政府补贴和利息收入增加，

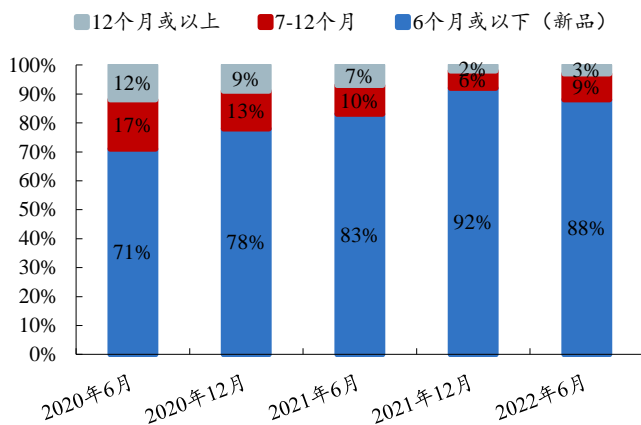
2022H1 其他收入及利息增加 3.99 亿元。

2.2、营运能力：存货结构合理且可控，资金状况表现良好

(1) **存货**：截至 2022 年 6 月，公司存货（拨备前成本金额）为 20.83 亿元，同比增加 50%，渠道存货总额同比增加 40%到 50%中段。公司存货和渠道存货增加主要系公司业务规模扩大带动库存增加，及 2021 年同期出现库存短缺情况，公司增加备货所致，以确保充足新品供应，代工疫情后生意复苏。截至 2022 年 6 月，存货周转天数为 54.4 天，同比增加 1.3 天，库销比 3.6，库存水平仍在合理区间内。

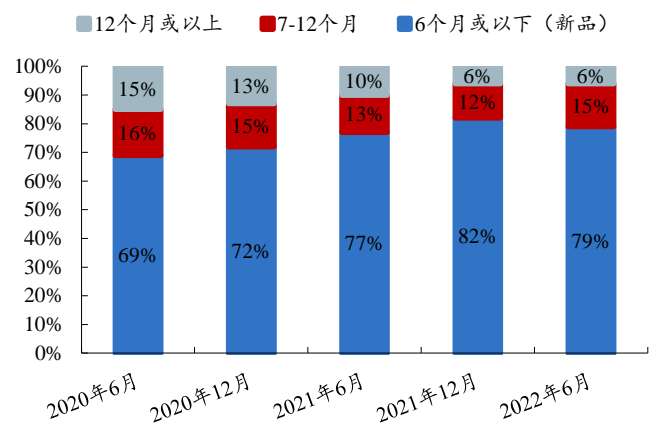
库存结构来看，截至 2022 年 6 月渠道库存中 6 个月以上产品占比为 12%，同比下降 5pct。公司库存中 6 个月以上产品为 21%，同比下降 2pct。公司库存结构合理，未来将继续推行严格的存货管理举措，预计存货结构将进一步优化。

图3：渠道库存中 6 个月产品以上占比为 12%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图4：公司库存中 6 个月以上产品占比为 21%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

(2) **经营性净现金流和现金**：2022H1 公司经营净现金流 15.83 亿元，同比下降 52%，主要系 2022H1 原材料及人工成本明显上涨，公司采购金额增加，且缩短了支付周期以支持供应商资金周转和生产运营。净现金为 181 亿元，较 2021H1 末增加 98 亿元，主要系 2021 年 11 月完成增发集资。

(3) **应收账款**：截至 2021 年 6 月末，公司应收账款（拨备前原值金额）为 12.6 亿元，同比增长 16%，90 天内应收贸易款项提升至 83%，同比增加 8pct。应收账款周转天数为 14.3 天，同比增加 1.4 天，应收贸易款项处于合理健康水平。

3、核心发展战略：聚焦经营效率提升，支持业绩稳步增长

公司以提升经营效率为核心发展战略，目标是具备肌肉型企业体质，建立可持续发展、保持高盈利能力的组织架构。

3.1、商品：强化商品运营，用合理库存做更好生意

商品运营方面，强化商品运营，并有意识地提升专业产品影响。2022H1 公司商品宽度缩减低单位数、商品深度增加低单位数。3 个月新品折扣率约 80%，售罄率为 50%-60% 高段。2022 年超轻 19 年销售 300 万双的目标进展顺利，2022H1 销售接近 200 万双，成为公司有史以来第一爆款，未来会将超轻 19 的成功经验复制于跑步、篮球等专业产品矩阵，实现以“商品和卖场”为核心的商品经营。

商品库存方面，坚持用合理库存做更好的生意。截至 2022H1，公司库存同比增加 50%，库销比 3.6，库存产品进一步优化，12 个月以上库存占比下降中单位数。目前公司以周为单位调整生意节奏，保持库存健康稳定。

3.2、零售运营：实现店铺运营标准化管理，实现效率提升

零售运营方面，公司 2022H1 持续推进千万店项目，并复制到 200 家大店进行业务落地。通过零售运营手册的标准和制度落地，实现店铺运营标准化管理，2022H2 起公司内部监查将覆盖全国直营店铺。运营结果来看，2022H1 终端零售成交率提升中单位数，整体零受折扣加深中单位数，平均件单价提升低单位数，整体连带率提升高单位数。

3.3、渠道运营：坚持拓展高质量可盈利店铺战略，加速优质店铺开设

2022H1 店铺总面积增加 20%-30% 低段，店铺平均面积为 220 平方，平均月店效提升 10%-20% 低段。2022H1 新开门店 240+ 平均面积 320 平方，平均月店效 45 万。从流水来看，大店流水占比提升高单位数，购物中心流水贡献提升高单位数。

3.4、电商运营：推动建设李宁大电商业务模式，强化重点单品和核心价位段的顾客心智

电商方面，继续推动建设李宁大电商业务模式，实现线上线下共同推进，进行单品记忆营销，强化重点单品和核心价位段的顾客心智。通过梳理全渠道业务场景，建立全渠道结算机制和商品共享机制，强化线上、线下全渠道互动，同时将批发、经销商客户上线全渠道平台。2022H1 公司线上直营流水增加 10%-20% 高段，平均折扣加深高单位数，线上直营流水占比上升低单位数，会员数量突破 4600 万，会员销售贡献提升高单位数。

3.5、童装：定位专业运动童装，提升产品力优化渠道结构

完善专业产品矩阵，通过建立童装专属版型库和科技平台，强化产品专业和科技属性。持续提升高层级市场店铺占比，优化店铺类型，加速自营渠道扩展，整合经销商资源，完善店铺零售运营体系，提升终端门店管理能力。

4、盈利预测与投资建议

2022H1 公司实现营收 124.09 亿元(+21.69%)，归母净利润 21.89 亿元(+11.57%)。2022H2 在疫情得到控制以及基数较低背景下，公司经营效率持续提升，预计公司业绩稳步增长。我们维持盈利预测，预计 2022-2024 年净利润为 46.34/56.93/69.05 亿元，对应 EPS 1.8/2.2/2.6 元，当前股价对应 PE 57.5/48.5/42.2 倍，维持“买入”评级。

5、风险提示

产品升级和渠道优化不及预期；渠道库存恶化。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn