

公司研究

上半年疫情扰动下业绩亮眼，不确定环境中继续侧重业务健康和持续

——李宁 (2331.HK) 2022 年中期业绩点评

买入 (维持)

当前价: 70.10 港币

作者

分析师: 孙未末

执业证书编号: S0930517080001

021-52523672

sunww@ebsecn.com

联系人: 朱洁宇

zhujieyu@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	26.18
总市值(亿港元):	1835.13
一年最低/最高(港元):	48.60/108.20
近3月换手率:	63.5%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	5.9	22.5	5.7
绝对	2.9	23.9	-18.2

资料来源: Wind

相关研报

21 年业绩超预期, 期待国产运动头部品牌健康增长 (2022-03-18)

21 年上半年业绩超预期, 期待本土运动龙头继续健康增长 (2021-08-13)

21 年上半年业绩大幅超预期, 国潮消费繁荣、受益明显 (2021-06-26)

要点

2022 年上半年疫情背景下收入、归母净利润仍录得 21.7%、11.6% 可观增长

公司发布 2022 年中期业绩, 实现营业收入 124.09 亿元人民币、同比增长 21.7%, 归母净利润 21.89 亿元、同比增长 11.6%, EPS 为 0.84 元。

22 年上半年公司毛利率同比下降 5.9PCT 至 50.0%, 经营利润率同比下降 3.6PCT 至 21.3%, 归母净利率同比下降 1.6PCT 至 17.6%。

电商、经销渠道收入增长较快, 直营门店受疫情影响收入增速放缓

分品类来看, 22 年上半年收入中鞋类、服装、器材及配件各占 54.5%、39.5%、6.0%, 收入分别同比+47.1%、-3.1%、+37.4%。

分渠道来看, 22 年上半年收入中经销、直营店、电商各占 47.5%、22.5%、28.5% (其余 1.5% 为国际市场销售), 收入分别同比+28.5%、+10.8%、+19.2%。其中直营收入增速放缓主要系上半年受上海、深圳等多个大城市疫情影响, 以布局都市为主的直营渠道经营受到冲击; 经销收入增速较快主要系经销商订货量增加, 同时随着二季度后期疫情的恢复, 公司向渠道布局新品以加快促进流水恢复; 电商渠道增长保持良好态势。

线下渠道分外延内生来看, 外延方面: 1) 22 年 6 月末总销售网点数为 7112 家、较 22 年初净减少 0.4%; 其中李宁品牌、李宁 YOUNG 品牌分别为 5937 家 (+0.03%)、1175 家 (-2.2%); 李宁品牌再细分来看, 零售、经销门店分别为 1265 家 (+8.6%)、4672 家 (-2.1%)。同时, 公司推进渠道升级、单店面积扩大, 门店总面积增加 20~25%、平均面积超过约 220 平方米。2) 内生方面: 李宁品牌 22Q2 总同店 (含电商) 同比下降 10~15%, 零售和批发门店同店均下降 15~20%、电商录得低单位数增长; 从单店角度, 公司平均月店效提升 10~15%。

零售流水端, 22 年上半年整体零售流水同比增长约 8%, 新品线下零售流水录得 15% 左右增长, 新品零售流水占比提升 6PCT, 6 个月、3 个月的新品售罄率分别同比下降约 7PCT、9PCT, 但与 19、20 年同期相比均有改善。分季度来看, 零售流水 22Q1、Q2 分别为 25~30% 增长、高单位数下降。

毛利率和费用率双降, 存货增加但仍可控

毛利率: 22 年上半年公司毛利率为 50.0%、同比下降 5.9PCT, 主要由于: 受疫情多点散发影响、公司增加零售折扣, 毛利率较高的直营和电商渠道收入占比下降, 原材料成本和人工成本上涨使得采购成本上升, 存货拨备随存货原值增加。

费用率: 22 年上半年公司期间费用率为 30.0%、同比下降 2.2PCT, 其中销售、管理、财务费用率分别为 27.3% (同比-0.7PCT)、4.2% (-0.1PCT)、-1.4% (-1.3PCT), 其中财务费用率同比下降主要系定期存款增加促利息收入上升以及汇兑收益增加贡献。此外, 22 年上半年广告及市场推广开支占比为 7.9% (+0.6PCT)、研发费用率为 1.9% (+0.1PCT)、员工成本开支占比为 7.3% (-0.9PCT)。

其他财务指标: 1) 22 年 6 月末存货账面价值 19.76 亿元、较 22 年初增加 11.5%、同比 21 年 6 月末增加 51.2%, 存货周转天数 55 天、同比增加 2 天。22H1 存货拨备金额为 1.07 亿元、较年初增加 13.9%、同比增加 25.1%。

截至 22 年 6 月末，受疫情影响公司渠道库存同比增长 40~50%中段，但公司库存周转效率保持健康、库存结构持续改善，渠道总库存（包含店铺+仓库）及线下店铺库存周转为 3.6/2.6 个月、较 21 年末的 3.9/3.2 个月周转效率均有提升；从库龄结构来看仍相对健康，6 个月或以下（新品）的渠道库存、公司库存占比分别为 88%、79%，同比提升 5PCT、2PCT。

2) 22 年 6 月末应收账款总额 10.71 亿元、较 22 年初增加 18.7%、同比增加 33.8%，应收账款周转天数为 14 天、同比增加 1 天。

3) 22 年上半年经营净现金流为 15.83 亿元、同比减少 52.4%。经营活动净现金流减少主要系上半年原材料及人工成本的上涨带来采购成本明显上涨，同时为供应商资金周转和生产运营更加高效，公司缩短了支付周期。

上半年疫情下凸显经营韧性，业务各方面强化效率和内功

2022 年上半年公司在各方面继续发力：

产品方面，公司持续加强科技研发、强化专业属性。分产品来看，22 年上半年公司篮球、跑步、运动生活、健身零售流水分别同比+30%、+10%、-1%、-9%。篮球产品增速领先，深化专业产品矩阵，韦德之道 10、全城 10、反伍 II 等系列在强化科技属性的同时延续优秀口碑；跑步系列中上半年超轻 19 代跑鞋成为跑步市场销量冠军、销量接近 200 万双，并推出全新䨻丝鞋面科技、强化跑鞋性能，完善专业跑鞋矩阵。

渠道方面，公司继续以优化渠道结构和提升效率为核心，1) 线下方面：22 年上半年线下整体成交率提升中单位数、**零售折扣加深中单位数、平均件单价提升低单位数**、连带率提升高单位数。截至 22 年 6 月末，300 平方米以上的大店和购物中心渠道的流水占比均提升了高单位数个百分点，同时公司积极优化门店视觉形象、八代店形象店铺占比超过 50%，新开店平均面积达 320 平、平均月店效达到约 45 万；2) 线上方面：22 年上半年线上直营流水同比增加 15~20%、占比提升低单位数，线上平均折扣加深高单位数，同时线上会员数量突破 4600 万、会员销售贡献提升高单位数。

供应链方面，公司持续整合优化供应链组织，加强柔性供应。22 年上半年总体产能提升 30%，其中鞋类产能提升 50~60%中段、服饰产能提升 20~25%；供应商数量增加 9 家，其中鞋类增加 10 家、服饰减少 1 家。

童装业务方面，22 年上半年零售流水同比提升 40~50%中段，平均件单价提升 10~15%，零售折扣改善约 1PCT，连带率提升 10~20%中段，同店销售增长 10~15%，3 个月新品折扣率加深中单位数、售罄率下降中单位数。

期待下半年消费环境明朗和好转，不确定性中关注公司自身实力和效率提升

22 年上半年在疫情多地散发的不利环境下，公司面对疫情、原材料与人工成本上升、及去年同期高基数等多个挑战，但公司持续加强产品力、推出亮点产品，巩固专业形象、提高品牌知名度，并加强费用与效率管理，收入仍实现较高速增长、净利率达到全年的高双位数目标水平，展现出较好的经营韧性。目前公司仍维持年初指引，目标为全年收入增长 15~25%，净利率 15~20%。

我们长期继续看好公司作为我国运动鞋服龙头，受益于政策推动以及国潮消费趋势和高景气运动鞋服赛道，持续深耕各品类的专业产品、强化市场份额。下半年目前虽然疫情和整体消费环境仍不明朗、但期待需求端逐步好转、消费信心修复，同时公司面临的高基数效应将减弱。公司将继续坚持稳健的经营策略，着眼长期、重视库存管理和各环节的可持续发展。考虑到疫情影响存在不确定性，我们小幅下调公司 22~24 年盈利预测（净利润较前次盈利预测分别下调 3%/1%/1%），

按最新股本计算，对应 22~24 年 EPS 分别为 1.74、2.18、2.61 元，22 年、23 年 PE 分别为 35 倍、28 倍，维持“买入”评级。

风险提示：疫情影响超预期致终端零售持续疲软；渠道库存恶化；行业竞争加剧；电商渠道增速放缓；费用管控不当。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	14457	22572	26613	31874	37633
营业收入增长率	4.2%	56.1%	17.9%	19.8%	18.1%
净利润（百万元）	1698	4011	4552	5705	6838
净利润增长率	13.3%	136.1%	13.5%	25.3%	19.9%
EPS（元）	0.65	1.53	1.74	2.18	2.61
ROE（归属母公司）（摊薄）	25.9%	25.2%	23.7%	24.5%	24.2%
P/E	93	39	35	28	23
P/B	17.3	7.1	5.9	4.9	4.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-08-12，港币汇率采用 1HKD=0.8599RMB 计算

表 2：公司近期运营情况

	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2
流水						
总零售（不含 YOUNG）	85~90%增长	90~95%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（零售+批发）	80~85%增长	90~95%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	90~95%增长	85~90%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	80~85%增长	90~95%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	约 100%增长	95~100%增长	50~60%中段增长	40~50%低段增长	30~40%中段增长	中单位数增长
销售点（家）						
合计	6799	6745	6940	7137	7007	7112
李宁（不含 YOUNG）	5784	5704	5803	5935	5872	5937
零售	1125	1088	1093	1165	1177	1265
批发	4659	4616	4710	4770	4695	4672
李宁 YOUNG	1015	1041	1137	1202	1135	1175
同店销售（不含 YOUNG）						
全平台	NA	80~85%增长	40~50%低段增长	20~30%低段增长	20~30%低段增长	10~20%低段下降
零售	NA	90~95%增长	30~40%中段增长	20~30%中段增长	20~30%中段增长	10~20%高段下降
批发	NA	70~75%增长	30~40%高段增长	10~20%高段增长	10~20%低段增长	10~20%高段下降
电商	85~90%增长	85~90%增长	50~60%中段增长	20~30%高段增长	30~40%中段增长	低单位数增长

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	14457	22572	26613	31874	37633
营业成本	(7363)	(10603)	(13282)	(15480)	(18007)
营业毛利	7094	11969	13331	16394	19626
销售费用	(4425)	(6138)	(7026)	(8287)	(9785)
管理费用	(805)	(1111)	(1261)	(1482)	(1741)
财务收入/费用净额	(32)	33	378	271	240
EBT	2248	5328	6029	7556	9057
所得税	(549)	(1317)	(1477)	(1851)	(2219)
净利润 (不含少数股东损益)	1698	4011	4552	5705	6838
EPS(按最新股本计, 元)	0.65	1.53	1.74	2.18	2.61

现金流量表 (百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2763	6525	5664	8088	9628
净利润	1698	4011	4552	5705	6838
折旧摊销	1013	1093	1148	1206	1266
营运资本变化	(57)	(313)	(1114)	(274)	(295)
其他经营活动产生的现金	(440)	416	(400)	(400)	(400)
投资活动产生现金流	(992)	(6539)	(1180)	(1180)	(1180)
资本性支出	(1211)	(3649)	(1180)	(1180)	(1180)
投资变化	0	0	0	0	0
其他投资活动产生的现金	220	(2890)	0	0	0
融资活动现金流	(513)	7571	(1366)	(1712)	(2051)
债务增加	0	0	0	0	0
债务减少	0	0	0	0	0
股本增加	0	0	0	0	0
支付的股利合计	(509)	(1203)	(1366)	(1712)	(2051)
其他筹资活动产生的现金	(4)	0	0	0	0
净现金流	1258	7558	3118	5196	6396

主要指标

盈利能力 (%)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
毛利率	49.1%	53.0%	50.1%	51.4%	52.2%
EBITDA 率	22.2%	27.6%	24.9%	26.1%	26.3%
EBIT 率	15.2%	22.8%	20.6%	22.3%	22.9%
税前净利润率	15.5%	23.6%	22.7%	23.7%	24.1%
归母净利润率	11.7%	17.8%	17.1%	17.9%	18.2%
ROA	11.6%	13.2%	13.3%	14.4%	14.8%
ROE (摊薄)	19.5%	19.0%	18.0%	18.5%	18.3%

偿债能力	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
资产负债率	40.5%	30.3%	25.7%	22.1%	18.8%
流动比率	1.9	2.4	3.1	3.8	4.8
速动比率	1.7	2.2	2.8	3.5	4.5

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

注: 按最新股本摊薄, 港币汇率采用 8 月 12 日 1HKD=0.8599RMB 计算

资产负债表 (百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	9,777	18,672	22,498	27,938	34,554
现金及等价物	7,187	14,745	17,863	23,059	29,456
应收账款及应收票据合计	659	903	1,226	1,289	1,351
存货	1,346	1,773	2,157	2,338	2,496
其他流动资产	585	1,251	1,251	1,251	1,251
非流动资产	4,817	11,603	11,635	11,609	11,524
固定资产/PP&E	1,065	1,626	1,607	1,557	1,475
权益法核算投资	1,101	1,267	1,267	1,267	1,267
使用权资产及无形资产	1,257	1,520	1,545	1,544	1,516
其他非流动资产	1,394	7,190	7,216	7,241	7,265
总资产	14,594	30,275	34,133	39,547	46,078
流动负债	5,015	7,704	7,307	7,277	7,202
短期借贷及长期借贷当期到期部分	0	0	0	0	0
应付账款及票据	1,227	1,599	1,203	1,172	1,097
应交税费	592	1,308	1,308	1,308	1,308
其他流动负债	3,196	4,797	4,797	4,797	4,797
非流动负债	889	1,467	1,467	1,467	1,467
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	889	1,467	1,467	1,467	1,467
经营性负债合计	5,904	9,171	8,774	8,744	8,668
股本	228	239	239	239	239
储备	8,459	20,863	24,049	28,043	32,830
少数股东权益	3	3	3	3	3
股东权益合计 (不含少数股东权益)	8,687	21,102	25,356	30,801	37,407
股东权益合计 (含少数股东权益)	8,689	21,104	25,359	30,803	37,409
负债及股东权益合计	14,594	30,275	34,133	39,547	46,078

费用率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
销售费用率	30.6%	27.2%	26.4%	26.0%	26.0%
管理费用率	5.6%	4.9%	4.7%	4.6%	4.6%
财务费用率	0.2%	-0.1%	-1.4%	-0.9%	-0.6%
所得税率	24.4%	24.7%	24.5%	24.5%	24.5%

每股指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
每股红利(HKD)	0.24	0.56	0.64	0.80	0.96
每股经营现金流	1.06	2.49	2.16	3.09	3.68
每股净资产	3.32	8.06	9.69	11.77	14.30
每股销售收入	5.52	8.63	10.17	12.18	14.38

估值指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
PE	93	39	35	28	23
PB	17	7	6	5	4
EV/EBITDA	46	23	21	16	13
股息率	0.3%	0.8%	0.9%	1.1%	1.4%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

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。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、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。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE