

李宁 (02331)

证券研究报告

2022年08月14日

业绩超预期，势能已起向阳而生

22H1 营收 124.09 亿同增 21.7%，归母净利 21.89 亿同增 11.6%

公司本期收入业绩增长主要系全民健身意识被持续激发，互联网+健身及居家健身成为新常态，国家推动社区公共健身设施全覆盖，体育产业在适应疫情大环境下获得新发展机遇；同时公司拓展高质量可盈利店铺，强化线上线下业务协同，促进各渠道收入健康成长。

分渠道看，22H1 公司线下渠道收入 86.88 亿元（占总 70.0%），同比增长 22.2%；线上渠道收入 35.34 亿元（占总 28.5%），同比增长 19.2%。

其中线下直营收入 27.87 亿元（占总 22.5%），同比增长 10.8%，布局都市为主受疫情影响较大，收入扩张步伐放缓。经销收入 59.01 亿元（占总 47.6%），同比增长 28.5%，主要系公司强化特许经营商的业务整合及渠道管理，订货量增加；同时伴随疫情在 Q2 后期逐步恢复，公司向渠道发布新品以促进流水恢复。

分品类看，22H1 鞋类收入 67.59 亿元（占总 54.5%），同比增长 47.1%；服装收入 49.07 亿元（占总 39.5%），同比减少 3.1%；器材及配件收入 7.43 亿元（占总 6.0%），同比增长 37.4%。

22H1 毛利率同比减少 5.9pct 至 50.0%，主要系折扣加深、高毛利率渠道收入占比减少及原材料成本上涨所致。22H1 销售费率 27.3%，同比减少 0.7pct，管理费率 4.2%，同比减少 0.1pct；归母净利率 17.6%，同比减少 1.6pct。

库存周转保持健康可控，库龄结构持续改善

22H1 末渠道库存同比增长 40%~50%中段，主要系生意规模扩大，公司为抓住增长机会按计划提前布局；其中 6 月及以下库龄的存货占比为 88%，同比增长 5pct。

持续聚焦渠道拓展优化，推动店铺形象升级

公司继续以优化渠道结构和效率为核心，增强市场覆盖门店质量，减少低效门店，截至 22H1 末，李宁牌销售点数量共 7112 家，较 21 年末净减少 25 家；同时在店铺视觉形象方面持续升级，改造升级老旧形象店铺，截至 2022 年 6 月 30 日，公司八代店形象店铺占比已超 50%。

上调盈利预测，维持买入评级。公司强化产品布局，提高运营及渠道效率，供应链日臻完善。考虑公司 22H1 业绩超预期，高基数期表现强劲，且预计 8 月流水显著复苏，我们上调盈利预测，预计公司 FY22-24 收入分别 286.6、369.8、477.0 亿人民币（此前原值为 271.0、352.0、451.0 亿人民币），归母净利分别 50.7、66.2、86.3 亿人民币（原值为 45.0、60.0、78.0 亿人民币），EPS 分别 1.94、2.53、3.30 元人民币/股（原值为 1.72、2.29、2.98 元人民币/股），PE 分别 31、24、18 倍。

风险提示：疫情局部反复影响后续线下客流；原材料及人工、环保要求稳步提升对产品价格压力；新品发售销量不及预期；国内竞品品牌发力影响市场份额等。

投资建议

行业 非必需性消费/纺织及服饰

6 个月评级 买入（维持评级）

当前价格 70.1 港元

目标价格 港元

基本数据

港股总股本(百万股)	2,617.87
港股总市值(百万港元)	183,512.90
每股净资产(港元)	9.90
资产负债率(%)	28.62
一年内最高/最低(港元)	108.20/48.60

作者

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《李宁-公司深度研究:再看李宁产品矩阵:创新为魂专业为本,国牌今非昔比破浪前行》 2022-06-20
- 《李宁-公司点评:预计零售环比改善,库销比可控,运营能力持续提升》 2022-05-31
- 《李宁-公司点评:22Q1 流水增长 20%-30% 中段,4 月预计受疫情及高基数短期拖累,技术创新领跑行业》 2022-04-20

1. 22H1 营收 124.09 亿同增 21.7%，归母净利 21.89 亿同增 11.6%

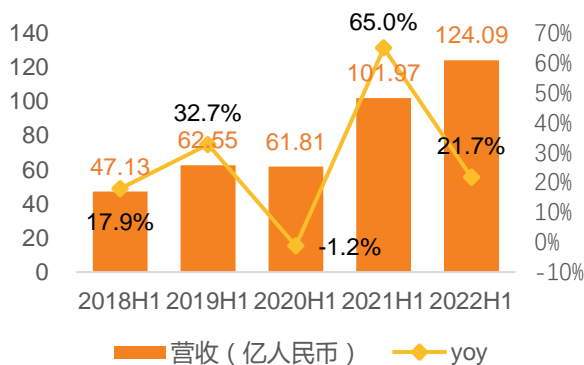
本期收入业绩增长主要系全民健身意识被持续激发，互联网+健身及居家健身成为新常态，国家有序推动社区公共健身设施全覆盖体育产业在适应疫情大环境下获得新发展机遇；同时公司拓展高质量可盈利店铺，强化线上线下业务协同，促进各渠道收入健康增长，具体来看：

(1) 受上海、深圳等诸多大城市疫情的影响，主要布局都市的直营渠道经营受到冲击，收入扩张步伐放缓，同增 10.8%；

(2) 电商渠道积极发展直播板块业务，同时进行更高效、更精准的宣传和投放，维持线上良好经营生态，收入同增 19.2%；

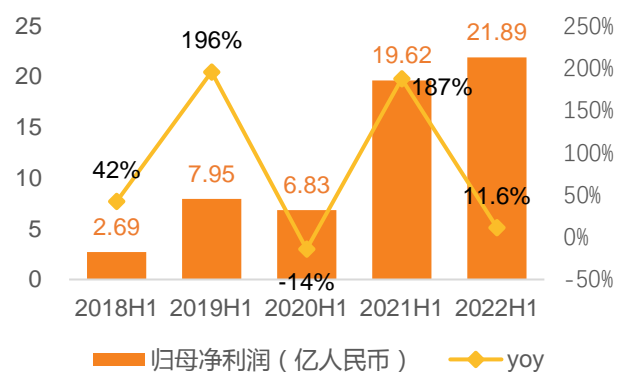
(3) 公司强化特许经销商的业务整合及渠道管理，特许经销商订货量增加；同时伴随疫情在 Q2 后期的恢复，公司向渠道发布新品以促进流水恢复。22H1 经销渠道收入同增 28.5%，体现经销商对疫情恢复的信心和对未来市场的持续看好。

图 1：18H1-22H1 公司收入（亿人民币）及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：18H1-22H1 公司归母净利润（亿人民币）及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

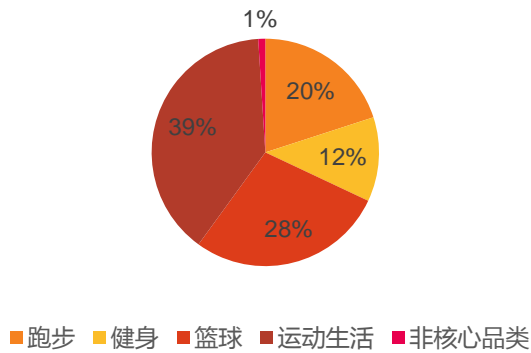
从流水看，22Q2 李宁销售点（不包括李宁 YOUNG）全平台零售流水同比高单位数减少。就渠道而言，线下渠道（包括零售及批发）同比高单位数减少，其中零售渠道及批发渠道均同比高单位数减少；电子商务虚拟店铺业务实现中单位数增长。

22H1 整体流水（包括线上线下）同比增长高单位数；其中新品线下零售流水同增 10%-20% 中段，占比同增 6pct，6 个月售罄率同减约 7pct，3 个月售罄率同减约 9pct。

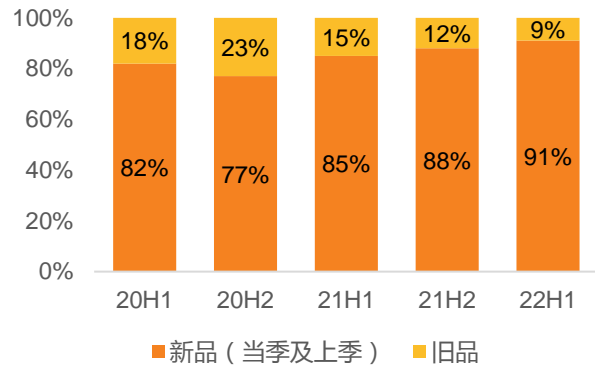
从同店看，22Q2 全平台同店销售同比减少 10%-20% 低段。就渠道而言，零售（直接经营）渠道同比减少 10%-20% 高段；批发（特许经销商）渠道同比减少 10%-20% 高段；电子商务虚拟店铺业务同比增长低单位数。

图 3：22H1 各品类零售流水占比

图 4：20H1-22H1 公司商品分类型流水占比



资料来源：公司官网，天风证券研究所



资料来源：公司官网，天风证券研究所

2. 收入：拓展高质量渠道，聚焦产品科技创新，促进收入健康增长

2.1. 分渠道：经销渠道引领销售增长，电商业务稳定发展

22H1 公司继续以优化渠道结构和提升渠道效率为核心，增强市场覆盖门店质量，减少低效门店，线下批发渠道营收 59.01 亿元，同增 28.5%，占总 47.5%；线下直营渠道营收 27.87 亿元，同增 10.8%；线上渠道营收 35.34 亿元，同增 19.2%，增长稳健。

1) 线下渠道：收入 86.88 亿元（占总 70.0%），同比增长 22.2%。

其中直营收入 27.87 亿元（占总 22.5%），同比增长 10.8%，受上海、深圳等多个大城市的疫情影响，以布局都市为主的直营渠道经营受到冲击，收入扩张步伐放缓。

经销收入 59.01 亿元（占总 47.6%），同比增长 28.5%；公司强化特许经销商的业务整合及渠道管理，特许经销商订货量增加；同时伴随疫情在 Q2 后期的恢复，公司向渠道发布新品以促进流水恢复，经销商对未来市场持续看好。

表 1：按渠道拆分李宁品牌收入情况（亿元，%）

渠道营收情况/亿人民币	2018	2019	2020	2021	2022H1
线下渠道	80.41	104.86	102.2	158.63	86.88
直营渠道	31.32	36.2	32.76	108.53	27.87
分销渠道	49.09	68.66	69.44	50.1	59.01
线上渠道	22.18	31.21	40.59	64.13	35.34
国际市场	2.52	2.64	2.17	2.96	1.86
总收入/亿元人民币	105.11	138.7	144.97	225.72	124.09
渠道营收占比					
线下渠道	76.5%	75.6%	70.5%	70.3%	70.0%
直营渠道	29.8%	26.1%	22.6%	48.1%	22.5%
分销渠道	46.7%	49.5%	47.9%	22.2%	47.6%

线上渠道	21.1%	22.5%	28.0%	28.4%	28.5%
国际市场	2.4%	1.9%	1.5%	1.3%	1.5%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2) **线上渠道**：收入 35.34 亿元（占总 28.5%），同比增长 19.2%

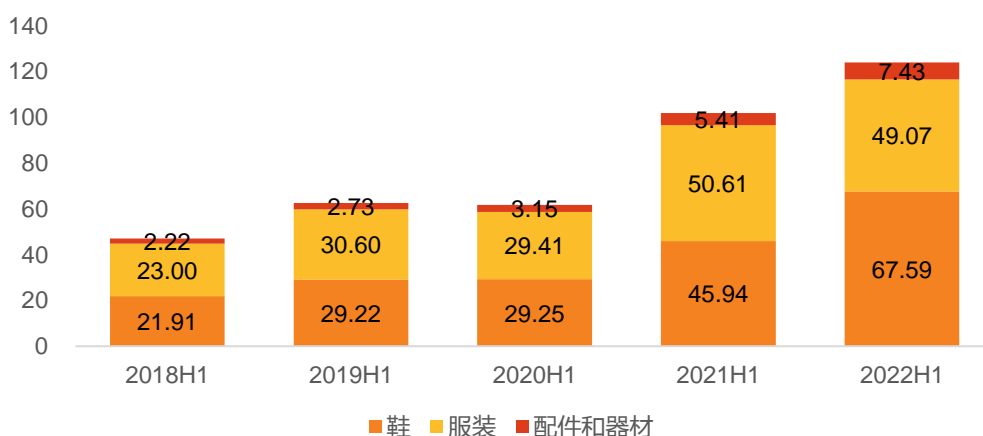
线上渠道积极发展直播板块业务，同时进行更高效、更精准的宣传和投放，维持在线良好经营生态；22H1 在高基数压力和疫情的双重影响下，李宁电商聚焦功能产品，提升专业产品效率，仍取得优于年初规划的表现，保持健康增长。

3) **国际市场**：收入 1.86 亿元（占总 1.5%），同比增长 52.9%

2.2. 分产品&地域：鞋类保持快速增长，南部地区增速领跑

22H1 鞋类收入 67.59 亿元（占总 54.5%），同比增长 47.1%；服装收入 49.07 亿元（占总 39.5%），同比减少 3.1%；器材及配件收入 7.43 亿元（占总 6.0%），同比增长 37.4%。

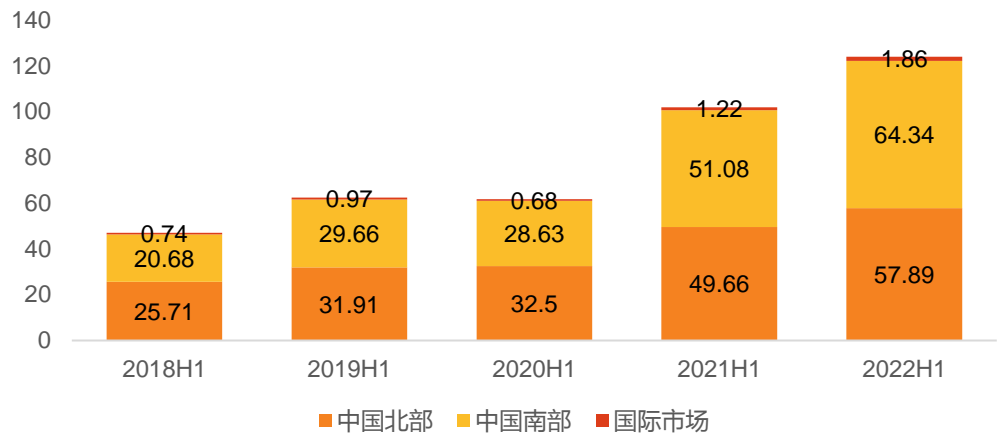
图 5：18H1-22H1 公司分品类收入（亿人民币）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

22H1 北部市场收入 57.89 亿元（占总 46.7%），同比增长 16.6%；南部收入 64.34 亿元（占总 51.8%），同比增长 25.9%；国际市场收入 1.86 亿元（占总 1.5%），同比增长 52.9%。2021 年下半年，为提升运营效率，公司对销售系统及相关组织架构进行规划与调整，将原南部、华南部区域合并为南部区域。

图 6：18H1-22H1 公司分地区收入（亿人民币）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

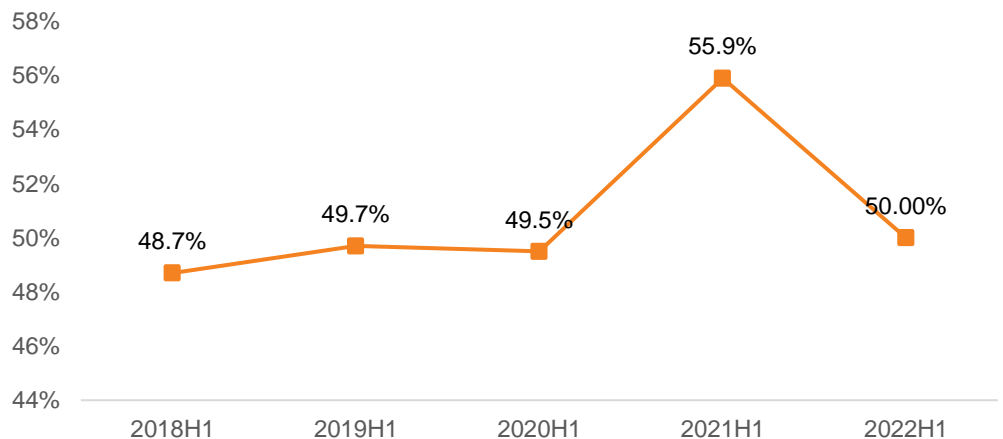
3. 疫情影响下毛利率短期承压，费控情况良好

公司毛利率同比减少 5.9pct 至 50.0%，经营利润率同比减少 3.6pct 至 21.3%，归母净利率同比减少 1.6pct 至 17.6%。

1) 毛利率：折扣、高毛利渠道收入占比减少及原材料成本上涨导致毛利率有所减少

22H1 公司毛利率 50.0%，同比减少 5.9pct，主要系：①疫情多发的大环境下，公司在零售端加深零售折扣；②毛利率较高的直营、电商渠道销售占比减少；③原材料成本及人工成本上涨导致采购成本有所增长；④存货拨备因存货原值增长而有所增长。

图 7：18H1-22H1 公司毛利率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

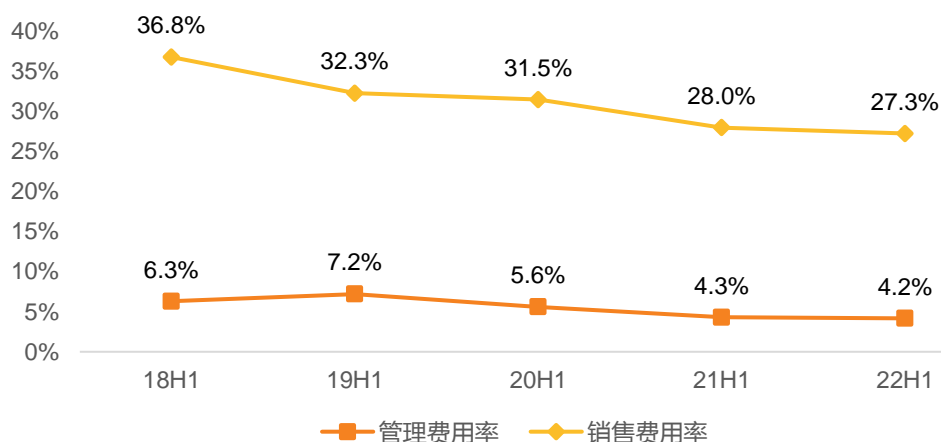
2) 费用率：销售、管理费用率略有减少

22H1 公司销售费率为 27.3%，同比减少 0.7pct，虽然与收入相关的租金、销售人员工资奖金、电商渠道佣金、物流费用、广告市场开支等均有所增长，但整体上涨比例低于收入上涨比例，销售费率有所减少。

管理费率为 4.2%，同比减少 0.1pct，由于 21 年度业绩表现性而授予管理人员的股份奖励导致相应摊销费用增长，研究及产品开发费用也有所增长，但整体上涨比例不及收入，因此

管理费率也有所减少。

图 8：18H1-22H1 公司销售、管理费用率

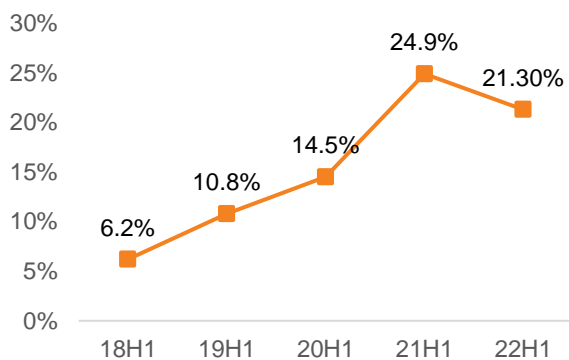


资料来源：公司公告，天风证券研究所

3) 净利率：归母净利率同比减少 1.6pct 至 17.6%

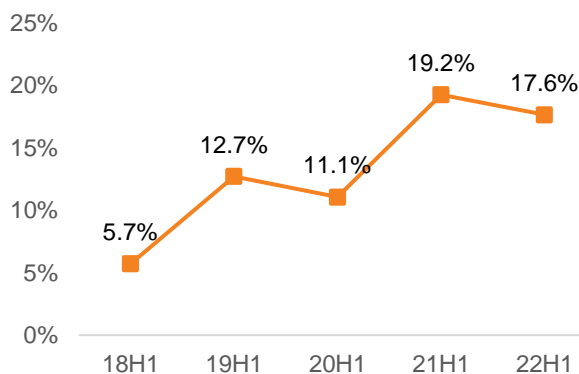
在毛利率减少、费用率小幅减少的背景下，经营净利率同比减少 3.6pct 至 21.3%，归母净利率同比减少 1.6pct 至 17.6%，主要系疫情反复为公司生意带来挑战，影响综合盈利水平。

图 9：18H1-22H1 公司经营利润率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 10：18H1-22H1 公司归母净利率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

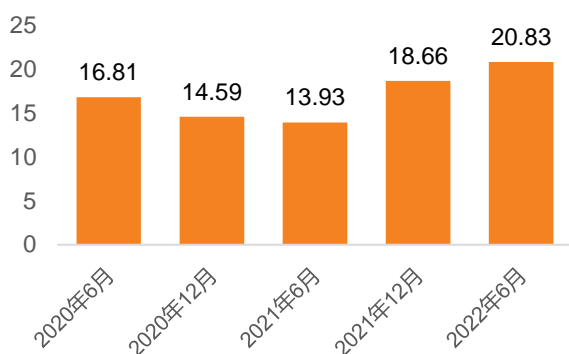
4. 库存周转保持健康可控，库龄结构持续改善

截至 22H1 末，公司存货规模（拨备前成本金额）为 20.83 亿人民币，同比增长 49.5%；22H1 公司存货周转天数为 55 天，同比增长 2 天。

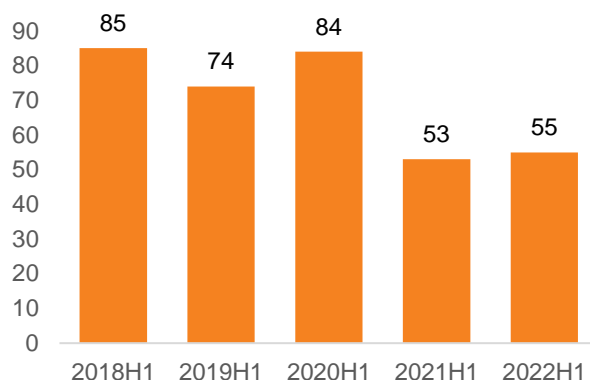
整体库存周转保持在健康水平，库龄结构持续改善。22H1 末渠道库存同比增长 40%~50% 中段，主要系生意规模扩大，公司为抓住增长机会按计划提前布局；其中 6 月及以下库龄的存货占比为 88%，同比增长 5pct。

图 11：公司拨备前存货成本金额（亿人民币）

图 12：18H1-22H1 公司存货周转天数（天）

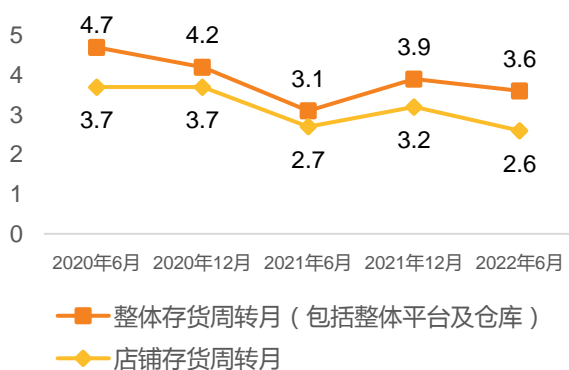


资料来源：公司官网，天风证券研究所



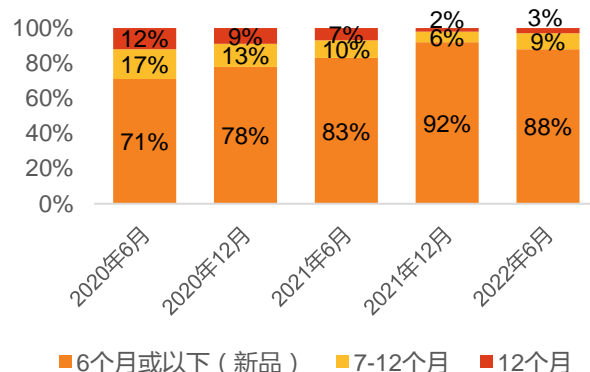
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 13：公司渠道存货周转月



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 14：公司渠道库龄情况



资料来源：公司官网，天风证券研究所

5. 持续聚焦渠道拓展优化，推动店铺形象升级

22H1 公司继续以优化渠道结构和效率为核心，增强市场覆盖门店质量，减少低效门店。公司持续推动旗舰店、标杆店等高效大店落地，同时加速低效和小型面积店铺处理，优化店铺结构；持续加大购物中心、奥莱渠道拓展，推进大店建设，优化门店布局；为应对疫情的不确定性，形成与商业体集团沟通协商机制，优化渠道成本。

22H1 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。上半年新开店超 240 家，平均面积达 320 平，平均月店效约 45 万元。

同时公司在店铺视觉形象方面持续升级，持续推进八代形象店建设，改造升级老旧形象店铺，截至 2022 年 6 月 30 日，公司八代店形象店铺占比已超 50%。

截至 2022 年 6 月 30 日，李宁牌（包含李宁核心品牌及李宁 YOUNG）销售点数量共 7112 家，较 2021 年末净减少 25 家；经销商 54 家（包括中国李宁时尚店渠道），较 2021 年末净减少 11 家。拆分来看：

1) **李宁核心品牌（除李宁 YOUNG 外）**：线下门店数量共 5937 家，较 2021 年底净增加 2 家；其中直营门店净增 100 家至 1265 家，经销门店净减少 98 家至 4672 家。

2) **李宁 YOUNG**：截至 2022 年 6 月 30 日，李宁 YOUNG 共有门店 1175 家，较 2021 年末净减少 27 家。

表 2：公司门店数量拆分（家）

	2018	2019	2020	2021	2022H1
直营门店数量	1506	1292	1149	1165	1265
净增减数量	-35	-87	-90	16	100
直营门店数量占比	23.7%	20.0%	19.4%	19.6%	21.3%
经销批发门店数量	4838	5157	4763	4770	4672
净增减数量	117	114	29	7	-98
经销批发门店占比	76.3%	80.0%	80.6%	80.4%	78.7%
李宁主品牌门店数	6344	6449	5912	5935	5937
净增加数量	82	27	-61	23	2
李宁 Young 门店	793	1101	1021	1202	1175
净增减数量	620	229	9	181	-27
线下总门店数量	7137	7550	6933	7137	7112
总净增减数量	702	256	-52	204	-25

资料来源：公司公告，天风证券研究所

6. 前景展望

公司秉持“单品牌、多品类、多渠道”策略，持续围绕产品体验、运动体验、购买体验，深化李宁式体验价值，锻造肌肉型企业体质，继续强化产品布局，提高零售运营能力及渠道效率，推动公司业绩可持续增长：

- **专业品类引领，持续体系化打造产品矩阵**

公司持续深耕篮球、跑步、健身、羽毛球以及运动生活五大核心品类，聚焦运动科技创新，继续加速布局功能性产品，22H1 推出全新䨻丝鞋面科技，强化品牌运动基因及科技驱动形象。同时融合时尚元素的运动产品，诠释运动潮流及文化，为消费者提供多元化消费体验，提高品牌忠诚度，扩大品牌影响力。22H1 李宁超轻 19 代跑鞋已迭代 18 年，成为李宁品牌历史上现象级销售单品。

- **持续优化渠道结构，提升渠道效率**

公司持续推动旗舰店、标杆店等高校大店落地，优化店铺结构，并持续加大购物中心、奥莱渠道拓展，推进大店建设，优化门店布局，提升消费者体验，发展多元化渠道网络，加快实现全渠道协同运作，提升渠道效率。近期上海正大广场旗舰店揭幕，进驻核心物业印证李宁品牌升级获得消费者及核心商圈认可。

- **以“商品和卖场”+“效率”为核心，打造零售文化**

公司继续推进商品规划，围绕年度生意和库存控制目标，制定月度库存目标管理机制，以周为单位跟进落实；以可盈利单店运营模式的探索为核心，深耕总部职能和终端业务，加速终端执行标准落地，推进零售模式蜕变。

- **传递运动潮流态度，用于破圈玩法多样**

营销方面，传承品牌运动基因，贴近消费者日常生活需求，挖掘运动潮流文化，通过打造“无聊猿潮流运动俱乐部”快闪店，与李小龙基金会、艺术家 Steven Harrington 合作等方式，展示富有创造力的品牌形象，提升产品吸引力及品牌关注度。同时，公司将借助大数据及资讯科技，以数字化技术强化营销布局，触及更广泛、更多层次的消费者群体。

- **强化产品质量管控，全方位优化供应链能力**

公司将进一步整合及优化供应链体系，加强自有供应链管理及对研发技术知识的应用能力；继续建立及深化供应商矩阵与产能布局，推进区域安全供应，强化供应链抗风险能力，进一步深化核心供应商的合作，动态调整生产计划。

7. 盈利预测和估值

上调盈利预测，维持买入评级。公司强化产品布局，提高运营及渠道效率，供应链日臻完善。考虑公司 22H1 业绩超预期，高基数期表现强劲，我们上调盈利预测，预计公司 FY22-24 收入分别 286.6、369.8、477.0 亿人民币（此前原值为 271.0、352.0、451.0 亿人民币），归母净利分别 50.7、66.2、86.3 亿人民币（原值为 45.0、60.0、78.0 亿人民币），EPS 分别 1.94、2.53、3.30 元人民币/股（原值为 1.72、2.29、2.98 元人民币/股），PE 分别 31、24、18 倍。

8. 风险提示

疫情局部反复影响后续线下客流；原材料及人工、环保要求稳步提升对产品价格压力；新品发售销量不及预期；国内竞品品牌发力影响市场份额等。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com