

李宁公司 (2331.HK)
鞋类收入增长亮眼，库存周转保持在健康水平
投资要点:

疫情影响上半年零售流水增长势头，但三季度已持续恢复：受疫情影响，李宁公司今年一季度开店节奏有所减缓，李宁主品牌和李宁 YOUNG 销售店数量分别减少 63 间和 67 间。随着各城市逐步复工复产，公司销售店数量在二季度已恢复扩张态势。截止 6 月底，李宁主品牌和李宁 YOUNG 销售店数量已分别回升至 5,937 和 1,175 间。此外，李宁销售点(不含李宁 YOUNG)整个平台二季度零售流水同比录得高单位数下跌。然而，7 月份零售流水已开始恢复，8 月份表现比 7 月更有所改善，预期公司零售流水表现在下半年余下时间将有望录得正增长。

库存周转保持在健康水平：针对疫情的变化，李宁公司今年上半年实施严谨而有效的存货管理措施，库存周转得以保持在健康水平。公司上半年渠道整体和线下店铺周转分别由 2021 年下半年 3.9 个月和 3.2 个月下降至 3.6 个月和 2.6 个月。于今年 6 月底，公司拨备前存货额达到约 20.8 亿元，较 2021 年 6 月底约 13.9 亿元增加约 49.6%，导致存货周转天数增加 2 天至 55 天，主要是由于公司生意规模扩大，以及按计划提前进行业务布局所致。此外，公司上半年店铺运营效率持续优化，终端零售整体成交率和连带率同比分别录得中单位数和高单位数提升。

鞋类收入增长亮眼，收入占比超越服装：李宁公司今年上半年收入同比增长约 21.7%，其中鞋类收入同比增长 47.1%，收入占比约达 54.5%，超越服装(约 39.5%)。鞋类收入占比显著提升，公司指出是去年已布局好经营的产品结构和策略有效执行所致。公司期内持续聚焦功能性产品研发，以专业跑步和专业篮球产品为核心，扩大核心科技平台「李宁䨻」的产品矩阵，以功能性品类带动收入增长。以跑鞋为例，公司设定「超轻 19」跑鞋今年销售 300 万双目标，「超轻 19」跑鞋上半年销售已接近 200 万双，成为上半年跑步市场销量冠军。此外，由于在零售端增加了零售折扣，毛利率较高的直营占比下降，以及原材料、人工上涨推升采购成本，公司上半年毛利率同比下跌 5.9 个百分点至约 50%。同期，公司经营利润率和净利率则分别约为 21.3% 和 17.6%。

盈利预测与投资建议：考虑了 2022 上半年业绩各因素后，我们对李宁公司(2331.HK)未来财务数据的相关假设做出了修正，预期公司于 2022 至 2024 财年的盈利分别约为 46.7 亿元、59.1 亿元及 73.0 亿元，同比上升约 16.4%、26.6% 及 23.6%。根据现金流折现估值模型之推算，我们调整公司目标价至 83.8 港元，对应 2022 财年、2023 财年和 2024 财年之预测市盈率分别约 39.9 倍、31.5 倍和 25.5 倍。基于目标价较 8 月 12 日收市价 70.1 港元有约 19.5% 的上涨空间，因而维持公司“买入”评级。

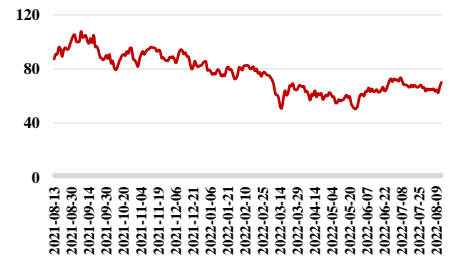
财务摘要:

单位: 亿元人民币	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
收入	138.7	144.6	225.7	266.8	332.2	398.8
毛利	68.1	70.9	119.7	137.4	172.8	211.4
经营利润	15.4	22.0	51.4	59.6	75.4	93.3
盈利	15.0	17.0	40.1	46.7	59.1	73.0

报告日期: 2022-08-15
业绩点评
投资评级:
买入
基本数据

所属板块	运动服饰
最新价	70.1 港元
市值	1,835.1 亿港元
52 周区间	48.6-108.2 港元
3 个月日均成交量	16.6 百万股
主要股东持股比例	10.57%

 数据来源: WIND、HKEX
 注: 截止 2022 年 8 月 12 日

一年行情图


数据来源: Bloomberg

首次覆盖:《国潮文化助推业绩快速增长,童装业务将成为新增长引擎》-20220705
分析员

姓名: 高景东

中央编号: AYP093

电话: +852-2501 1037

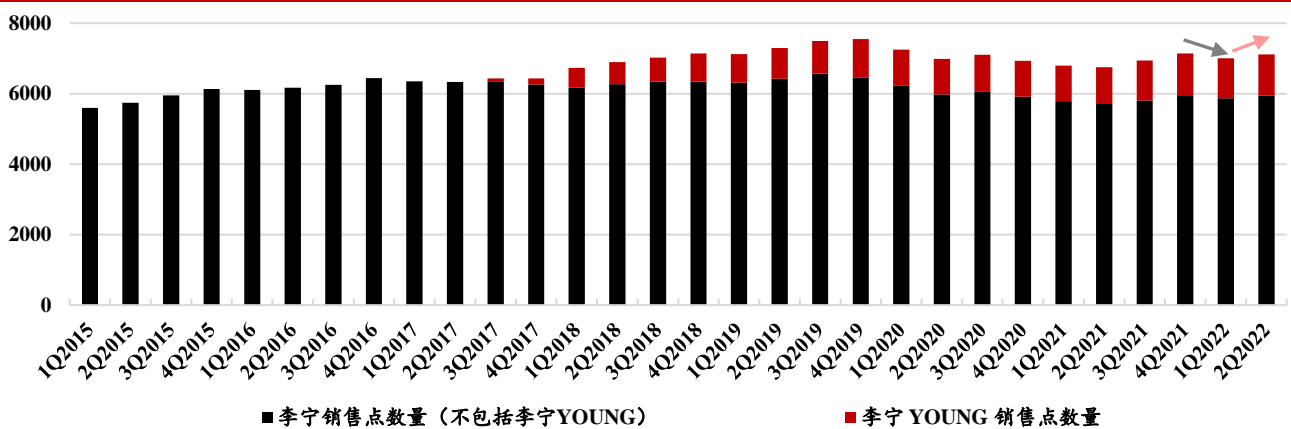
电邮: tony.ko@ssif.com.hk

1. 疫情影响流水增张，库存周转保持健康水平

1.1 疫情影响一季度开店节奏，但二季度已恢复扩张态势

2022 上半年，李宁公司门店数量基本上是“先降后升”。受吉林、深圳、上海等地疫情影响，公司一季度开店节奏有所减缓，李宁主品牌和李宁 YOUNG 销售店数量分别减少 63 间和 67 间。随着各城市逐步复工复产，公司销售店数量在二季度已恢复扩张态势。截止 6 月底，李宁主品牌和李宁 YOUNG 销售店数量已分别回升至 5,937 和 1,175 间。

图表 1：李宁公司销售点数量(间)

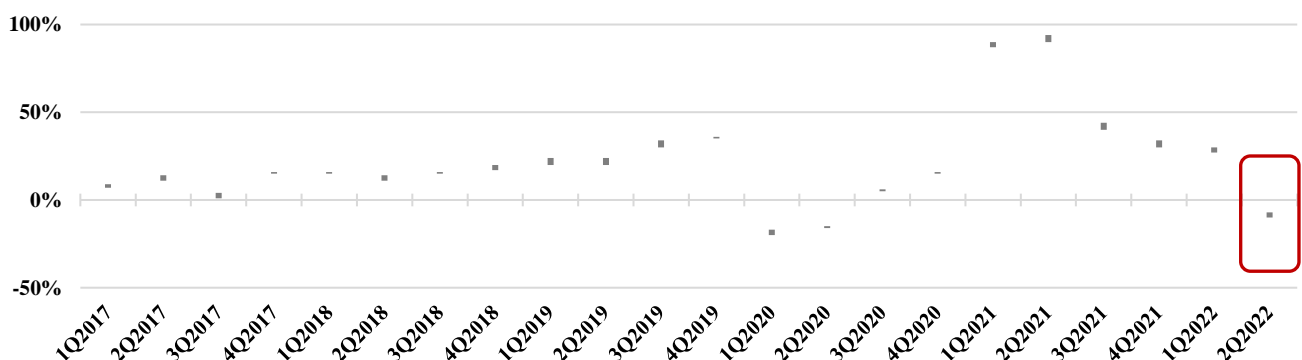


数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

1.2 二季度零售流水同比下跌，新品占比则持续提升

受疫情影响，叠加去年的高基数，李宁销售点（不包括李宁 YOUNG）整个平台二季度零售流水同比录得高单位数下跌。然而，7 月份零售流水已开始恢复，8 月份表现比 7 月更有所改善，预期公司零售流水表现在下半年余下时间将有望录得正增长。

图表 2：李宁销售点（不包括李宁 YOUNG）季度整个平台零售流水同比表现



数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

按渠道划分, 相关销售点线下渠道中的零售渠道和批发渠道二季度均录得高单位数同比下跌。此外, 电商渠道同期零售流水虽然同比录得中单位数增长, 但明显低于一季度的30%至40%增幅。

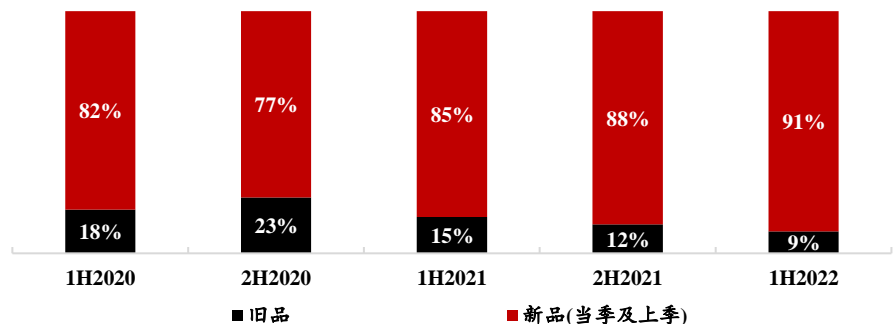
图表 3: 李宁销售点 (不包括李宁 YOUNG) 按渠道划分之季度零售流水同比表现

季度	线下渠道 (包括零售及批发)	零售渠道	批发渠道	电子商务
1Q2017		高单位数增长	大致持平	60%-70%中段增长
2Q2017		低单位数增长	中单位数增长	40%-50%中段增长
3Q2017	低单位数下跌	低单位数增长	低单位数下跌	30%-40%低段增长
4Q2017	10%-20%低段增长	10%-20%中段增长	10%-20%低段增长	30%-40%高段增长
1Q2018	10%-20%低段增长	20%-30%低段增长	高单位数增长	30%-40%高段增长
2Q2018	高单位数增长	10%-20%中段增长	中单位数增长	30%-40%高段增长
3Q2018	10%-20%中段增长	10%-20%中段增长	10%-20%低段增长	30%-40%低段增长
4Q2018	10%-20%低段增长	高单位数增长	10%-20%低段增长	50%-60%中段增长
1Q2019	10%-20%高段增长	10%-20%低段增长	20%-30%低段增长	40%-50%低段增长
2Q2019	20%-30%低段增长	高单位数增长	20%-30%中段增长	20%-30%高段增长
3Q2019	20%-30%高段增长	10%-20%中段增长	30%-40%中段增长	50%-60%低段增长
4Q2019	30%-40%中段增长	10%-20%高段增长	40%-50%低段增长	40%-50%低段增长
1Q2020	20%-30%低段下降	30%-40%中段下降	10%-20%高段下降	10%-20%低段增长
2Q2020	10%-20%低段下降	10%-20%低段下降	高单位数下降	20%-30%高段增长
3Q2020	低单位数下降	持平	低单位数下降	40%-50%低段增长
4Q2020	10%-20%低段增长	中单位数增长	10%-20%低段增长	30%-40%中段增长
1Q2021	80%-90%低段增长	90%-100%低段增长	80%-90%低段增长	约100%增长
2Q2021	90%-100%低段增长	80%-90%高段增长	90%-100%低段增长	90%-100%高段增长
3Q2021	30%-40%高段增长	30%-40%中段增长	30%-40%高段增长	50%-60%中段增长
4Q2021	20%-30%高段增长	20%-30%高段增长	20%-30%高段增长	40%-50%低段增长
1Q2022	20%-30%中段增长	30%-40%中段增长	20%-30%低段增长	30%-40%中段增长
2Q2022	高单位数下跌	高单位数下跌	高单位数下跌	中单位数增长

数据来源: 公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

此外, 公司今年上半年新品零售流水占比由2021下半年88%持续提升至91%, 表明公司产品销售仍以新品为主, 有助于降低财务风险。

图表 4: 李宁公司产品零售流水占比(包含零售及批发)表现



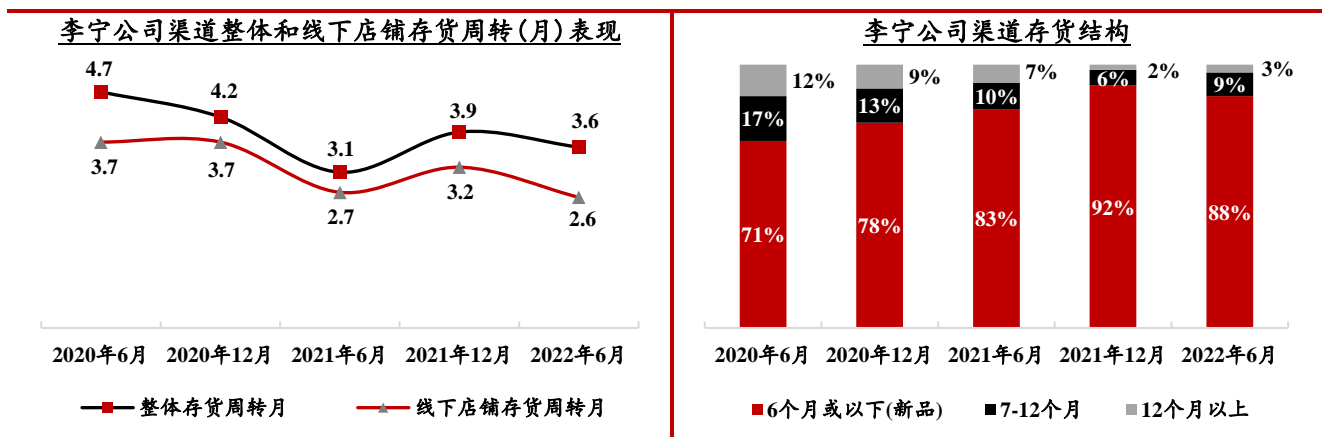
数据来源: 公司演示材料、山证国际研究部整理

1.3 库存周转保持在健康水平

针对疫情的变化，李宁公司 2022 上半年实施严谨而有效的存货管理措施，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，并以周为单位制定并落实库存管控策略，有效保持库存周转在健康水平。此外，公司上半年店铺运营效率持续优化，终端零售整体成交率和连带率同比分别录得中单位数和高单位数提升。

公司渠道整体和线下店铺上半年周转分别由 2021 下半年 3.9 个月和 3.2 个月下降至 3.6 个月和 2.6 个月。渠道 6 个月或以下的新品存货占比在今年 6 月达 88%，虽然低于 2021 年 12 月 92%，但仍高于 2021 年 6 月 83%。

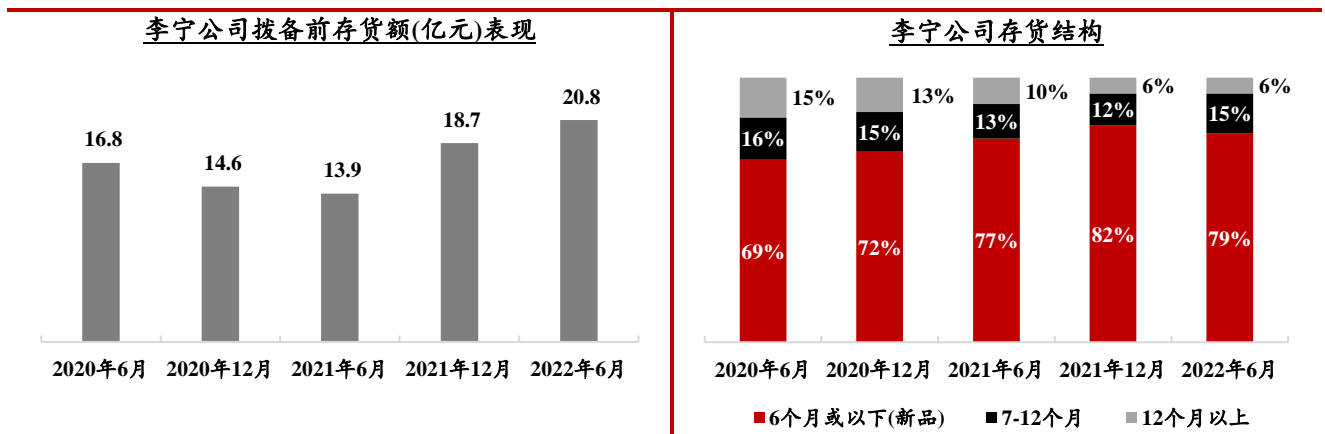
图表 5：李宁公司渠道整体、线下店铺存货周转和渠道存货结构表现



数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

于 2022 年 6 月底，公司拨备前存货额达到约 20.8 亿元，较 2021 年 6 月底约 13.9 亿元增加约 49.6%，导致存货周转天数增加 2 天至 55 天，主要是由于公司生意规模扩大，以及按计划提前进行业务布局所致。此外，公司一年以上的存货占比与去年底一样仍处于较低水平，仅达 6%。

图表 6：李宁公司拨备前存货额以及存货结构表现



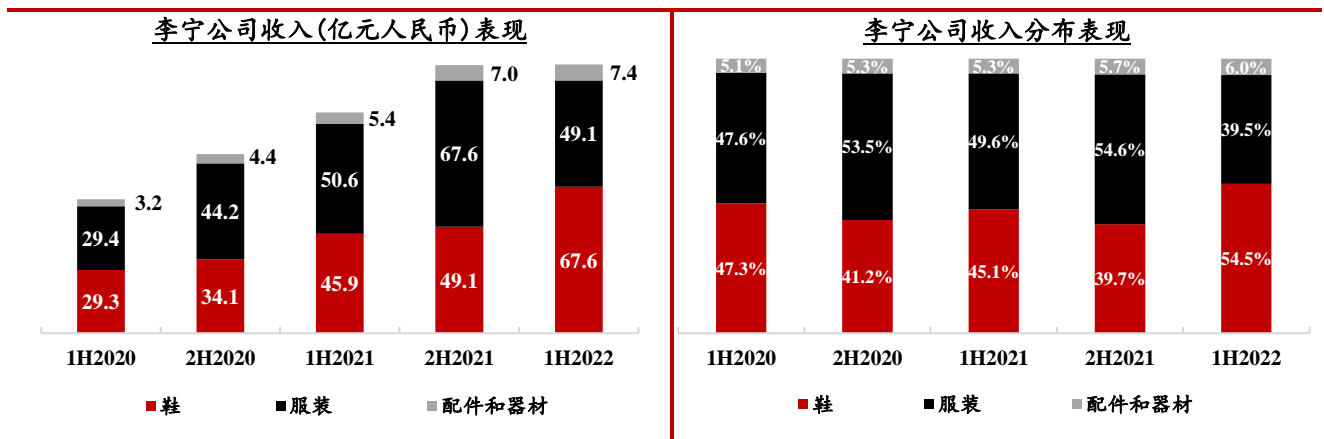
数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

2.鞋类收入增长亮眼，收入占比超越服装

李宁公司 2022 上半年收入同比增长约 21.7%，其中鞋类收入同比增长 47.1%，收入占比约达 54.5%，超越服装(约 39.5%)。鞋类收入占比显著提升，公司指出是去年已布局好经营的产品结构和策略有效执行所致。

公司期内持续聚焦功能性产品研发，以专业跑步和专业篮球产品为核心，扩大核心科技平台「李宁䨻」的产品矩阵，以功能性品类带动收入增长。以跑鞋为例，公司设定「超轻 19」跑鞋今年销售 300 万双目标，「超轻 19」跑鞋上半年销售已接近 200 万双，成为上半年跑步市场销量冠军。

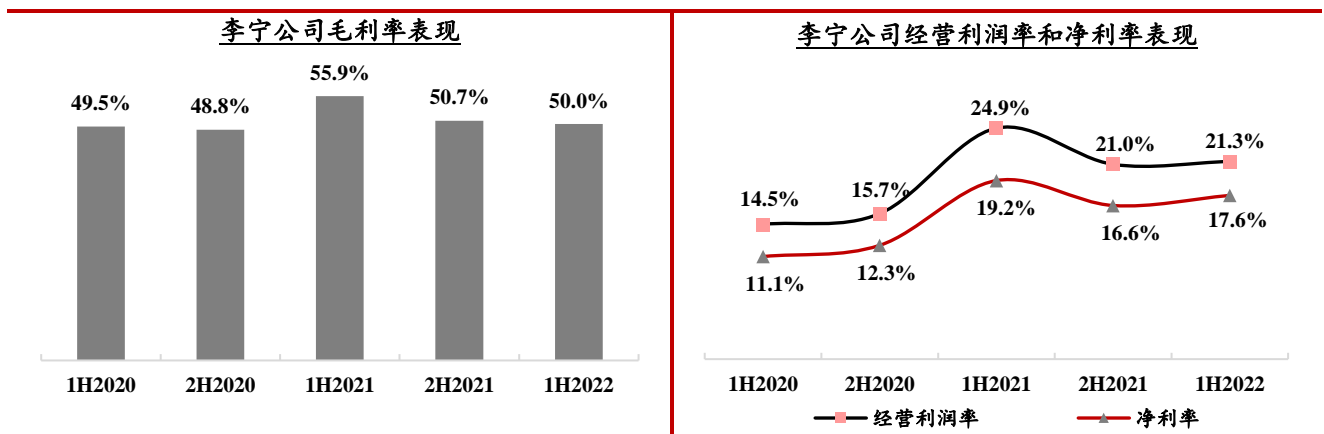
图表 7：李宁公司收入和收入分布表现



数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

此外，由于在零售端增加了零售折扣，毛利率较高的直营占比下降，以及原材料、人工上涨推升采购成本，公司今年上半年毛利率同比下跌 5.9 个百分点至约 50%。同期，公司经营利润率和净利率则分别约为 21.3% 和 17.6%。

图表 8：李宁公司毛利率、经营利润率和净利率表现



数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

3. 盈利预测与投资建议

李宁公司现金流折现估值财务模型:

财务模型构架简介: 我们利用现金流折现估值财务模型为李宁公司进行估值, 并将财务模型预测分为三个阶段, 分别是第一阶段(2022-2024年): 高速增长期; 第二阶段(2025-2035年): 中等增长期; 以及第三阶段(2035年以后): 平稳增长期。

第一阶段(2022-2024年)收入预测及主要明细假设:

(1) 门店数量: 李宁核心品牌方面, 公司2022年二季度已恢复门店扩张态势, 预料将在下半年持续执行“高效大店”策略和提升大店保有量。我们维持原先的预期, 李宁核心品牌门店数量将由2021年的5,935间增加至2024年的6,226间。此外, 公司将加大李宁YOUNG门店布局, 预期李宁YOUNG门店数量将由2021年的1,202间上升至2024年的1,879间。

(2) 收入: 受益于公司整体门店数量增加、单店收入提升以及运营能力增强等, 叠加体育行业持续发展所拉动的新增需求, 我们维持原先预期, 公司未来三年收入仍将保持较快增速, 2022-2024年期间年复合增长率将达约22.3%。

图表 9: 李宁公司主要指标表现和预测

主要指标	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
门店数量(间)表现和预测:						
门店总数量	7,550	6,933	7,137	7,530	7,796	8,105
李宁核心品牌门店数量	6,449	5,912	5,935	6,174	6,199	6,226
李宁YOUNG门店数量	1,101	1,021	1,202	1,356	1,596	1,879
主要财务指标表现(亿元)和预测:						
收入	138.7	144.6	225.7	266.8	332.2	398.8
同比增长	32.0%	4.2%	56.1%	18.2%	24.5%	20.0%
毛利	68.1	70.9	119.7	137.4	172.8	211.4
毛利率	49.1%	49.1%	53.0%	51.5%	52.0%	53.0%
经营利润	15.4	22.0	51.4	59.6	75.4	93.3
经营利润率	11.1%	15.2%	22.8%	22.3%	22.7%	23.4%
盈利	15.0	17.0	40.1	46.7	59.1	73.0
盈利率	10.8%	11.7%	17.8%	17.5%	17.8%	18.3%

数据来源: 公司公告、WIND、山证国际研究部整理

(3) 毛利率: 考虑到公司2022上半年毛利率受到其主动调整销售策略、成本增加等影响下降至50%, 幅度大于我们原先预期, 因此我们修正2022年毛利率由原先的52%下调至51.5%, 随后在2023年和2024年则分别上升至约52%和53.0%。

(4) 经营利润率和盈利率: 我们修正2022年经营利润率和盈利率将分别由2021年约22.8%和17.8%下滑至22.3%和17.5%。随后在2023年和2024年则分别上升至约22.7%、23.4%和17.8%、18.3%。

第二阶段(2025-2035年)自由现金流增长率：根据《体育强国建设纲要》所提及的要求,到 2035 年,我国全民健身更亲民、更便利、更普及,经常参加体育锻炼人数比例达到 45%以上,人均体育场地面积达到 2.5 平方米,将有利体育服饰龙头企业未来业务发展前景,故预期李宁公司自由现金流在同期年复合增长率将达约 9%。

第三阶段(2035年后)自由现金流增长率：公司在 2035年后将处于长期业务增长期,每年自由现金流将以约 3%增长,接近已发达国家的长期经济增长率。

其他重要数据：(i)公司融资结构不会出现明显改变；(ii)无风险利率：约 2.7%；(iii)WACC：约 8.6%。

结论：

考虑了 2022 上半年业绩各因素后,我们对李宁公司(2331.HK)未来财务数据的相关假设做出了修正,预期公司于 2022 至 2024 财年的盈利分别约为 46.7 亿元、59.1 亿元及 73.0 亿元,同比上升约 16.4%、26.6%及 23.6%。

根据现金流折现估值模型之推算,我们调整公司目标价至 83.8 港元,对应 2022 财年、2023 财年和 2024 财年之预测市盈率分别约 39.9 倍、31.5 倍和 25.5 倍。基于目标价较 8 月 12 日收市价 70.1 港元有约 19.5%的上涨空间,因而维持公司“买入”评级。

图表 10: 同业比较

公司名称	估值表现						2021年业绩表现				
	总市值 (亿港元)	市盈率 PE(TTM)(倍)	市销率 PS(TTM)(倍)	3年平均 PE(TTM)(倍)	3年平均 PS(TTM)(倍)	2022年 预测PE(倍)	2022年 预测PEG	收入同比增长率 (%)	毛利率 (%)	经营利润率 (%)	盈利率 (%)
李宁公司(2331.HK)	1835.1	37.0	6.3	55.7	6.9	33.8	2.1	56.6	53.0	21.0	17.8
安踏体育(2020.HK)	2371.7	25.1	3.9	43.2	6.6	25.0	4.5	38.8	61.6	19.9	16.6
特步国际(1368.HK)	340.4	30.6	2.8	23.1	1.8	25.3	0.9	22.6	41.7	11.4	8.8
361度(1361.HK)	82.7	11.2	1.1	9.3	0.8	10.3	0.7	16.1	41.7	13.7	12.3

* (1)市场数据是 2022 年 8 月 12 日收市价；(2)李宁公司预测数据由山证国际预测；(3)其他公司预测是由 WIND 统计一致预期

数据来源：WIND、公司公告、山证国际研究部整理

4. 投资风险

- (1) 业务经营表现不及预期；
- (2) 其他系统风险等。

财务报表摘要

损益表						资产负债表					
单位: 百万元人民币						单位: 百万元人民币					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
总收入	14,457	22,572	26,677	33,224	39,882	非流动资产					
同比变化%	4.2%	56.1%	18.2%	24.5%	20.0%	物业、机器及设备	1,065	1,626	1,757	2,055	2,194
销售成本	(7,363)	(10,603)	(12,938)	(15,947)	(18,744)	无形资产及土地使用权	357	350	313	281	251
毛利	7,094	11,969	13,739	17,276	21,137	其他非流动资产	3,395	9,627	9,872	10,967	11,376
毛利率	49.1%	53.0%	51.5%	52.0%	53.0%	流动资产	4,817	11,603	11,943	13,302	13,821
经销开支	(4,425)	(6,138)	(7,016)	(8,804)	(10,688)	存货	1,346	1,773	2,126	2,563	2,880
行政开支	(805)	(1,111)	(1,227)	(1,528)	(1,835)	应收贸易款项	659	903	1,144	1,223	1,509
金融资产减值损失转回-净额	(30)	16	(9)	15	14	其他应收款项	65	79	96	120	144
其他收入及其他收益-净额	362	400	469	584	702	现金及等同现金项目	7,187	14,745	18,710	23,961	29,524
经营利润	2,196	5,136	5,956	7,544	9,331	其他流动资产	520	1,173	1,309	1,532	1,758
经营利润率	15.2%	22.8%	22.3%	22.7%	23.4%	总资产	14,594	30,275	35,328	42,701	49,637
融资收入	35	145	171	214	256	流动负债					
融资开支	(66)	(112)	(123)	(153)	(184)	应付贸易款项	1,227	1,599	1,875	2,582	2,759
融资收入/(开支)-净额	(32)	33	49	61	73	其他应付款项及应计费用	2,501	4,025	4,911	6,053	7,115
享有按权益法入账之投资的溢利份额	83	159	188	234	281	租赁负债-即期部分	361	367	409	519	623
除税前溢利	2,248	5,328	6,192	7,839	9,684	其他流动负债	926	1,713	2,008	2,765	2,955
所得税开支	(549)	(1,317)	(1,522)	(1,927)	(2,381)	非流动负债	5,015	7,704	9,202	11,920	13,451
盈利	1,698	4,011	4,670	5,912	7,304	租赁负债	689	956	1,067	1,355	1,624
股东应占盈利	1,698	4,011	4,670	5,912	7,304	其他非流动负债	201	510	685	915	937
同比变化	13.3%	136.1%	16.4%	26.6%	23.6%	权益	889	1,467	1,752	2,270	2,561
股东应占盈利率	11.7%	17.8%	17.5%	17.8%	18.3%	公司拥有人应占权益	8,687	21,102	24,371	28,509	33,622
非控股股东应占盈利	0	0	0	0	0	非控股权益	3	3	3	3	3
股息	510	1,203	1,401	1,773	2,191	权益总额	8,689	21,104	24,373	28,511	33,624
派息比率	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	负债及权益总额	14,594	30,275	35,328	42,701	49,637
现金流量表						主要财务比率					
单位: 百万元人民币											
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
除税前溢利	2,248	5,328	6,192	7,839	9,684	盈利能力					
折旧及摊销	1,013	1,140	1,212	1,235	1,218	毛利率	49.1%	53.0%	51.5%	52.0%	53.0%
贸易应收款项呆账拨备	30	(16)	9	(15)	(14)	盈利率	11.7%	17.8%	17.5%	17.8%	18.3%
其他	(80)	(297)	(706)	(879)	(1,056)	ROE	21.5%	26.9%	20.5%	22.4%	23.5%
营运资本变动前的经营现金流量	3,211	6,156	6,707	8,179	9,832	营运表现					
营运资本变动	142	826	550	1,310	612	经销开支/收入	-30.6%	-27.2%	-26.3%	-26.5%	-26.8%
已付所得税	(589)	(456)	(1,522)	(1,927)	(2,381)	行政开支/收入	-5.6%	-4.9%	-4.6%	-4.6%	-4.6%
经营活动现金流	2,763	6,525	5,735	7,562	8,063	有效税率	-24.4%	-24.7%	-24.6%	-24.6%	-24.6%
购买物业及设备	(594)	(985)	(887)	(1,182)	(1,084)	存货周转天数	68	54	55	54	53
其他投资活动现金流	(239)	(5,554)	171	214	256	应收款项周转天数	17	13	14	13	13
投资活动现金流	(992)	(6,539)	(715)	(968)	(827)	应付款项周转天数	65	47	49	51	52
贷款所得款	0	0	0	0	0	现金周转天数	20	20	20	16	14
已付股息	(378)	(515)	(469)	(584)	(702)	财务状况					
配售及认购新股份所得款项	0	8,627	0	0	0	流动比率	195%	242%	254%	247%	266%
其他融资活动现金流	(136)	(515)	(585)	(758)	(972)	速动比率	168%	219%	231%	225%	245%
融资活动现金流	(513)	7,596	(1,055)	(1,342)	(1,673)	总负债/总权益	68%	43%	45%	50%	48%
现金及现金等价物净值	1,258	7,583	3,965	5,251	5,563	资产周转率	107%	101%	81%	85%	86%
其他影响	(33)	(25)	0	0	0	资金杠杆率	168%	143%	145%	150%	148%
期初现金及现金等价物	5,961	7,187	14,745	18,710	23,961						
期末现金及现金等价物	7,187	14,745	18,710	23,961	29,524						

数据来源: 公司公告、WIND、山证国际研究部整理和预测

投资评级定义

买入	预期股价在未来 12 个月上升 15% 以上
持有	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 15% 以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 15% 以上

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由山证国际金融控股有限公司及其连系公司（「山证国际」）编写。此报告所载资料的来源皆被山证国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。山证国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映山证国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。山证国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。本档尚未经证监会审核。

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：

- 本研究报告所表达的任何观点均精确地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法；
- 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系；
- 该分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，以及无拥有任何所述公司之财务权益或持有相关股份。

山证国际

香港金钟夏慝道 18 号海富中心 1 座 29 楼 A 室

电话：(852) 2501 1039

传真：(852) 2810 9962

公司网址：<http://www.ssif.com.hk>