

李宁 (02331.HK)

财报点评：渠道库存良好，疫后零售额恢复增长

● 事件

22H1 收入在去年的高基数下增长 21.7%至 124.09 亿元，归母净利润增长 11.6%至 21.89 亿元，超出彭博一致预期的 3.6%。净利率由 19.2%下降至 17.6%。在 2021 年业绩高基数叠加疫情影响的情况下公司业绩依旧维持高增长，韧性强劲。管理层维持 2022 年销售额（10~20%区间高段至 20~30%区间低段）和净利率 10%~20%区间高段）指引不变。

● 核心观点

Q2 受到疫情压制，8 月至今零售额增速已恢复

分渠道看，直营渠道受到明显冲击，营收 27.92 亿元，同比仅增长 10.8%，主要是因为公司直营渠道多布局高线城市核心商圈，上半年受到上海、深圳等多大城市疫情影响；电商渠道营收 35.37 亿元，同比增长 19.2%，特许经销商渠道增长强劲，营收 58.94 亿元，同比增长 28.5%；

分品类看，公司鞋类营收继续保持高增长，同比增速 48.1%；服装业务同比下滑 3.1%；李宁的收入与流水继续向功能性与专业性产品回归；

上半年整体零售流水录得高单位数增长。Q2 流水高单位数下滑，其中，线下批发和零售渠道均高单位数下降，电商渠道中单位数增长。李宁二季度总体流水下滑幅度较大主要是由于市场区域组成不同而造成的，即李宁在疫情较为严重的区域（尤其是高线城市）的销售占比较安踏与特步更高。而一季度流水表现较好，带动上半年整体流水表现较好。

毛利率因折扣等因素有所收缩，费用率保持稳定

上半年毛利率有所回落，整体毛利率 50%，去年同期为 55.9%。造成毛利率下滑的原因包括：去年基数较高、零售端增加了折扣、毛利率较高的直营和电商渠道收入占比下滑、采购成本上升等；

上半年费用率情况持平或回落，表现较为平稳。销售费用率为 27.3%，去年同期为 28%，改善主要原因为收入的杠杆效应。管理费用率为 4.2%，与去年基本持平，管理费用增长主要由于股权激励费用以及研发费用增长。

库存结构良好，疫情期间存货周转健康

渠道库存相对较好，公司上半年存货周转天数为 3.6 个月，低于安踏的 5 个月和特步的 4.5 个月。库龄结构同比持续改善，6 个月以下新品占比同比升 5%至 88%。

截止 6 月 30 日，公司存货净值为 19.8 亿元，去年末为 17.7 亿元。存货水平增加主要原因为二季度疫情和存货计价的上调。

● 投资建议

公司的二季度业绩表现超过预期，在上半年的巨大疫情挑战下实现原有业绩目标。随着市场需求的恢复，我们认为李宁的业绩有望实现反弹，库存管理水平健康，运营数据和基本面较其他国产品牌仍然有较大优势，有望继续保持竞争地位。

● 风险提示

通货膨胀，消费者信心不足，疫情反复，供应链中断

YING UE

分析师

SFC CE Ref: BFN 311

[magnis@futu.hk.com](mailto:magnis@futu.hk)

WENBO WEI

联系人

[wendeywei@futu.hk.com](mailto:wendeywei@futu.hk)

市场数据

02331.HK	
日期	2022/08/17
当前价	70.1 港元
总股本	26.18 亿
流通股	26.18 亿
52 周最高/最低价	107.66 港元/48.06 港元
近 1 月绝对涨幅	2.79%
近 12 月绝对涨幅	-22.31%

数据来源：Wind，富途证券

股价表现 (截止 2022/8/17)



数据来源：Wind，富途证券

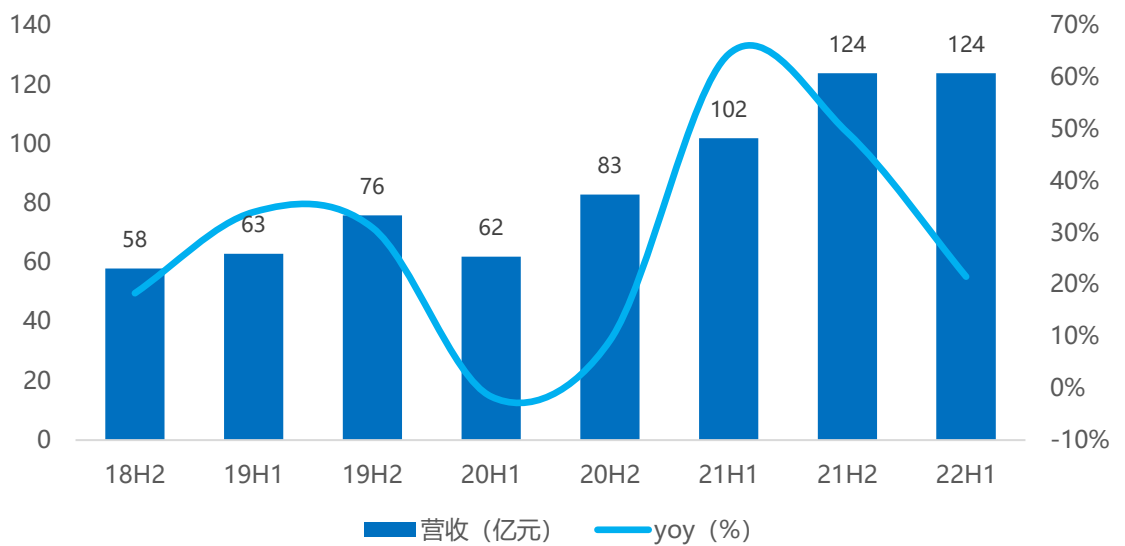
1、Q2 受到疫情压制，8 月至今零售额增速已恢复

公司 22H1 营业收入 124.09 亿元，同比增长 21.7%；归母净利润 21.89 亿元，同比增长 11.6%。在 2021 年业绩高基数叠加疫情影响的情况下公司业绩依旧维持高增长，韧性强劲。

分渠道看，直营渠道受到明显冲击，营收 27.92 亿元，同比仅增长 10.8%，主要是因为公司直营渠道多布局高线城市核心商圈，上半年受到上海、深圳等多大城市疫情影响；电商渠道营收 35.37 亿元，同比增长 19.2%，公司积极发展直播板块业务，配合高效精准的宣传投放，总体表现较为稳定；特许经销商渠道增长强劲，营收 58.94 亿元，同比增长 28.5%，主要受益于公司对经销商渠道管理的强化和二季度疫情后消费复苏带动经销商信心恢复，经销商为主的中低线城市受疫情影响也相对较小。此外，国际市场营收 1.86 亿元，占总收入 1.5%，去年同期占比为 1.2%。

分品类看，公司鞋类营收继续保持高增长，同比增速 48.1%；服装业务同比下滑 3.1%；器材及配件业务同比增长 37.4%。李宁的收入与流水继续向功能性与专业性产品回归。

图 1：李宁营收及其增速，亿元



资料来源：Bloomberg，富途证券

从同店销售额增长率来看，上半年整体同店增长率在低单位数。一季度整体平台同店增长率在 20%~30% 低段，二季度受疫情影响整体平台同店增长率下滑 10%-20%，主要受线下（零售和批发业务）拖累，下滑 10%-20% 高段。

从流水角度看，上半年整体零售流水录得高单位数增长。Q2 流水高单位数下滑，其中，线下批发和零售渠道均高单位数下降，电商渠道中单位数增长。对比安踏，上半年安踏主品牌流水同比增长中单位数，FILA 同比录得低单位数下滑；其中 Q2 安踏主品牌零售流水同比录得中单位数下滑；FILA 同比录得高单位数下滑；

李宁二季度总体流水下滑幅度较大主要是由于市场区域组成不同而造成的，即李宁在疫情较为严重的区域（尤其是高线城市）的销售占比较安踏与特步更高。而一季度流水表现较好，带动上半年整体流水表现相对较好。

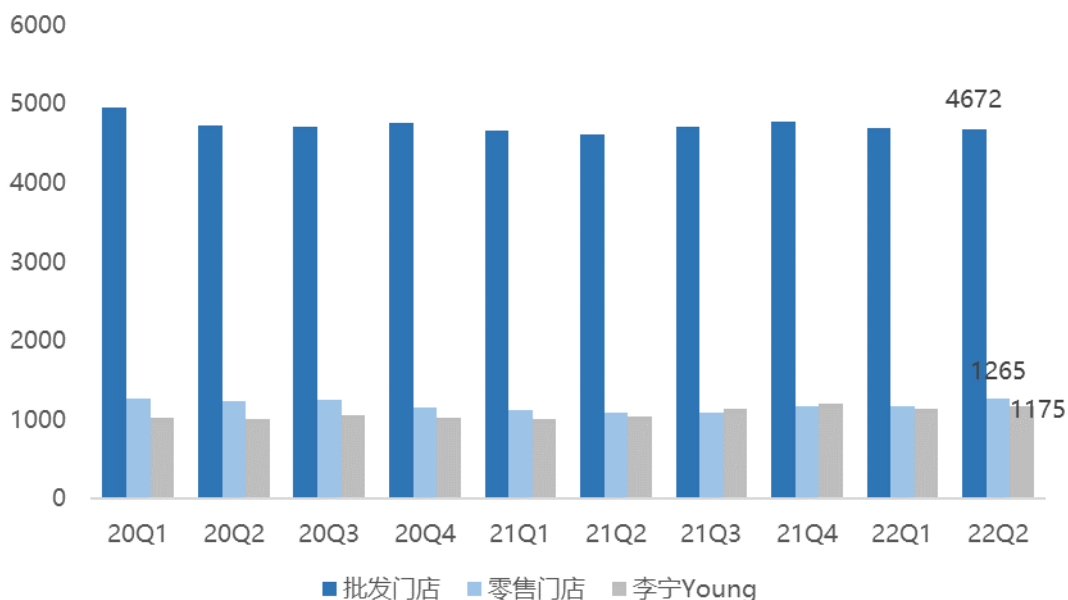
表 2: 李宁各渠道流水增速, %

	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2
直营零售门店增速	4%-7%	90%-93%	87%-89%	34%-36%	27%-29%	34%-36%	-7%~-9%
加盟店增速	10%-13%	80%-83%	90%-93%	37%-39%	27%-29%	20%-23%	-7%~-9%
电商增速	34%-36%	100%	97%-99%	54%-56%	40%-43%	34%-36%	4%-6%
整体零售流水增速	14%-16%	87%-89%	90%-93%	40%-43%	30%-33%	27%-29%	-7%~-9%

资料来源：公司公告，富途证券

线下门店数量上半年继续增加，重点在直营门店，加盟门店收缩。截止 6 月 30 日，李宁销售点数量（不包含李宁 YOUNG）为 5937 个，较上一季度末增加 65 个。其中批发门店 4672 个，去年末为 4770 个，上半年减少 98 个；直营门店 1265 个，去年末为 1165 个，上半年增加 100 个。上半年批发门店数量的持续减少和直营门店数量的增加表明公司 DTC 战略仍正轨运行。

表 2: 李宁线下门店数量, %



资料来源：公司公告，富途证券

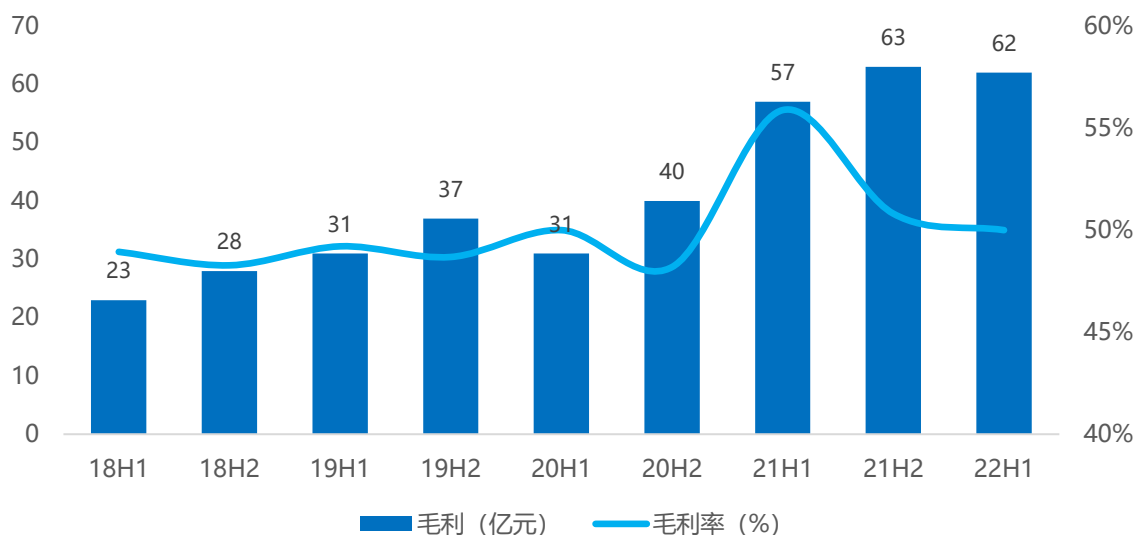
管理层指出，由于基数回落和消费者信心逐步恢复，8 月至今零售额同比增长约 10%较 7 月的正增长有所改善。

2、毛利率因折扣等因素有所收缩，费用率保持稳定

上半年毛利率有所回落，整体毛利率 50%，去年同期为 55.9%。造成毛利率下滑的原因包括：（1）去年毛利率为历史高点，基数较高，公司往期毛利率一般在 50% 水平左右；（2）本期面对疫情多发环境，在零售端增加了折扣；零售/电商毛利率同比分别收缩 1.7 个百分点，批发渠道毛利率同比收缩 1.4 个百分点。

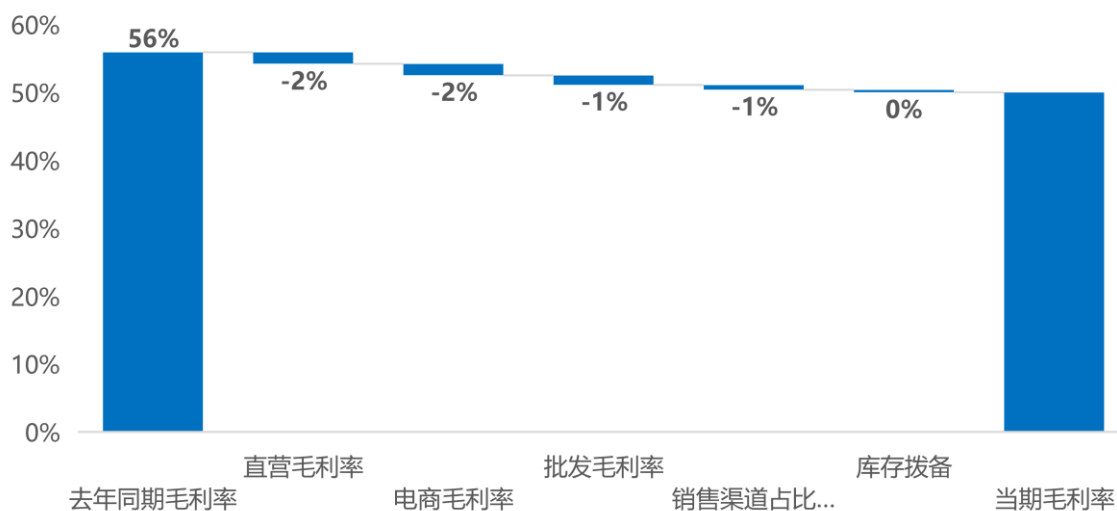
（3）毛利率较高的直营和电商渠道收入占比下滑，零售业务受疫情冲击占比下滑 2%；（4）原材料和人工成本本期上涨使得采购成本上升；（5）库存水平较高和消费者信心减弱，导致库存减值拨备增加。

图 2：李宁毛利及毛利率情况，亿元



资料来源：Bloomberg，富途证券

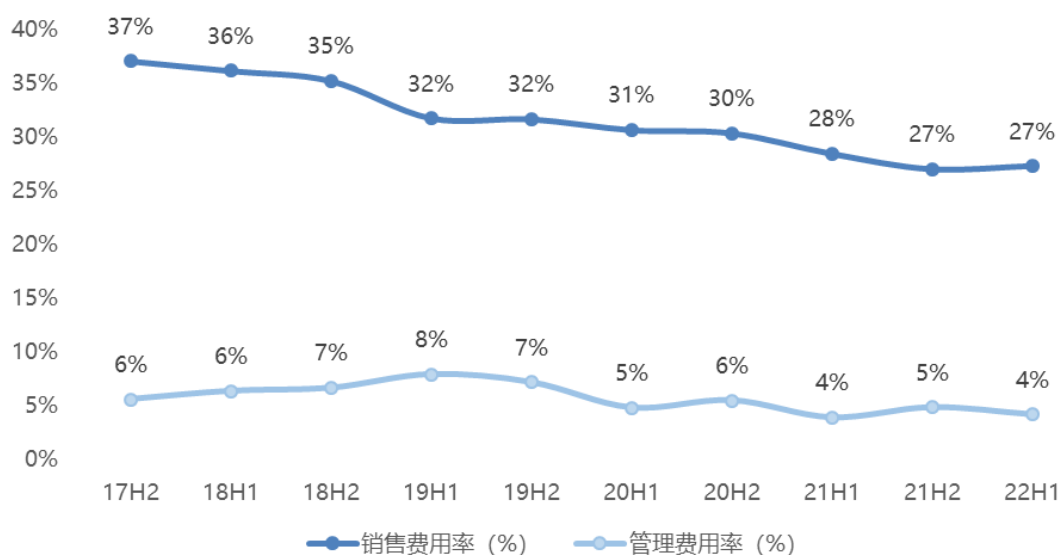
图 3：李宁毛利率影响因素，%



资料来源：Bloomberg，富途证券

上半年费用率情况持平或回落，表现较为平稳。销售费用 33.8 亿元，同比增长 18.4%；销售费用率为 27.3%，去年同期为 28%，改善主要原因为收入的杠杆效应。管理费用 5.2 亿元，管理费用率为 4.2%，与去年基本持平，管理费用增长主要由于股权激励费用以及研发费用增长。

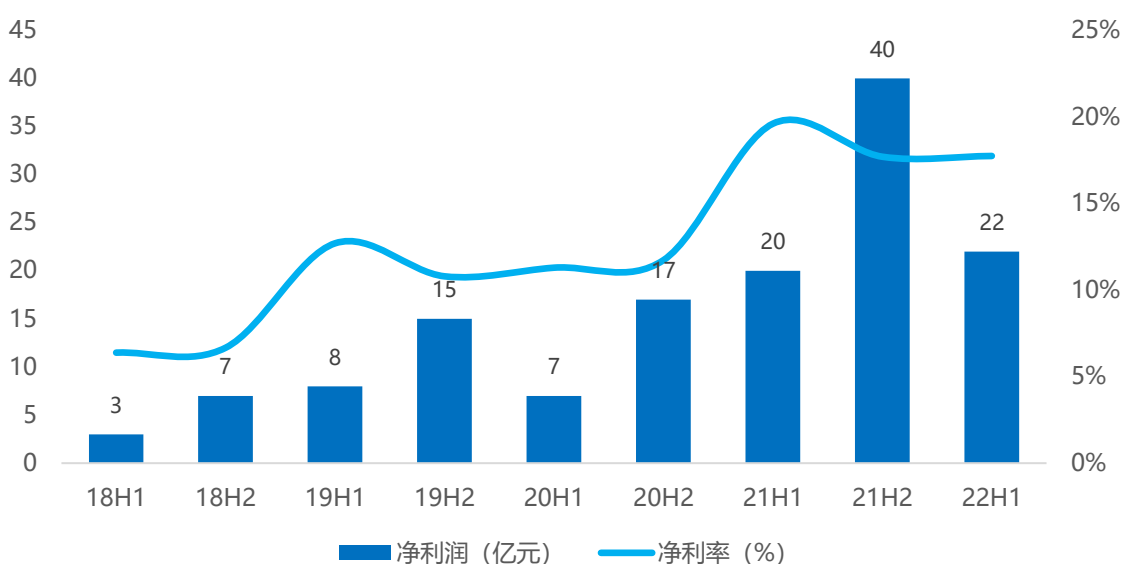
图 3：李宁费用率情况，%



资料来源：Bloomberg，富途证券

上半年公司实现归母净利润 21.89 亿元，同比增长 11.6%；净利率跟有所收缩，由 19.2%下降至 17.6%。净利润增长的部分原因为其他收入和融资收入的增长。上半年公司其他收入由去年的 1.4 亿元上升至 3.3 亿元，其中收到政府补助 1.6 亿元，去年同期为 0.64 亿元；融资收入净额 1.74 亿元，去年同期为 0.75 亿元。根据公司管理层，融资收入净额的增加一方面是由于本期集团平均可支配资金高于去年同期，且调整了货币投资组合，将更多资金以定期存款的形式获取更稳定的收益，带来利息收入的同比增加。另一方面是由于本期汇率变动及港币形式的定期存款平均余额同比增加，产生了较高的汇兑收益。

图 4：李宁净利润及净利率情况，亿元

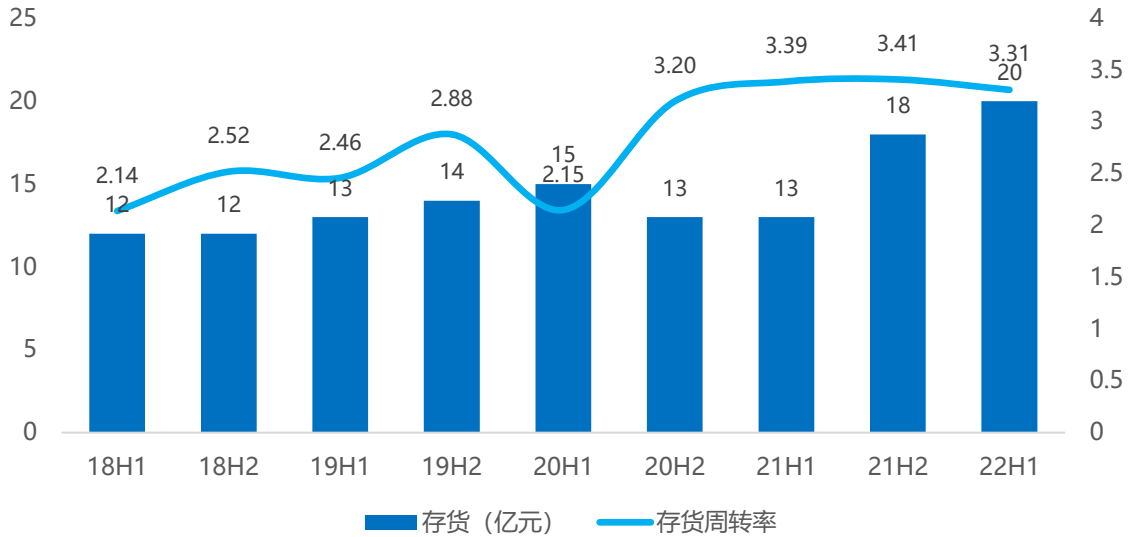


资料来源：Bloomberg，富途证券

3、库存结构良好，疫情期间存货周转健康

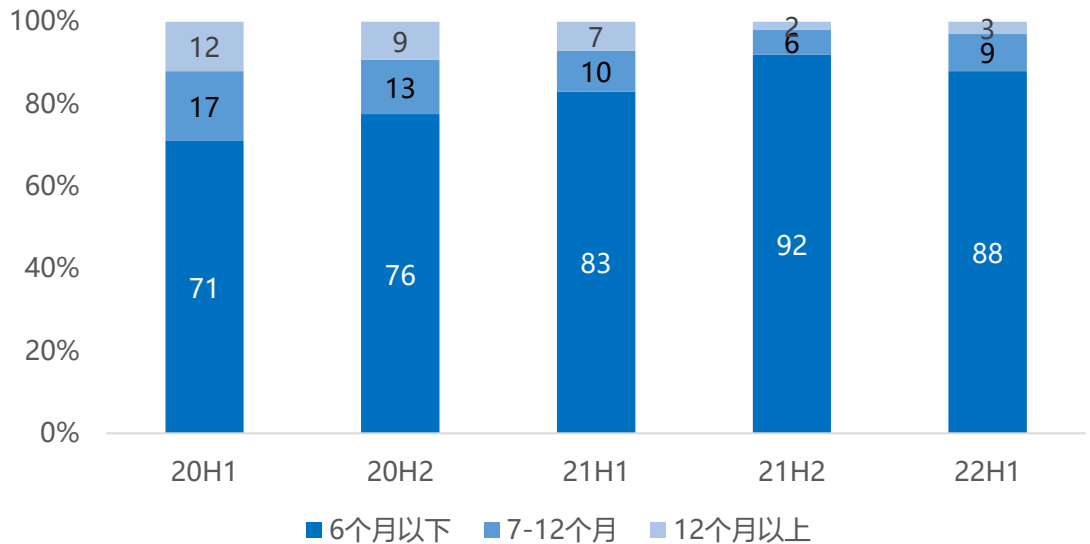
截止 6 月 30 日，公司存货净值为 19.8 亿元，去年末为 17.7 亿元。存货水平增加主要原因为二季度疫情和存货计价的上调。渠道库存相对较好，公司上半年存货周转天数为 3.6 个月，低于安踏的 5 个月和特步的 4.5 个月。库龄结构同比持续改善，6 个月以下新品占比同比升 5%至 88%。

图 5：李宁存货及存货周转率情况，亿元



资料来源：Bloomberg，富途证券

图 6：李宁渠道库存产品库龄结构，%



资料来源：Bloomberg，富途证券

风险提示

通货膨胀，消费者信心不足，疫情反复，竞争加剧

研究报告免责声明

一般声明

本报告由富途证券国际(香港)有限公司(“富途证券”)编制。本报告之持有者透过接收及/或观看本报告(包含任何有关的附件),表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告,并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成违反有关法律。

未经富途证券事先以书面同意,本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制,复印或储存,或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。富途证券对因使用本报告中包含的材料而导致的任何直接或间接损失概不负责。

本报告内的资料来自富途证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源,惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息,并可能受递延误差,阻碍或拦截等因素所影响。富途证券不明示或暗示地保证或表示任何该等资料或意见的足够性,准确性,完整性,可靠性或公平性。因此,富途证券及其关连公司(统称“富途集团”)均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的,间接的,随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映富途证券或其关连公司的立场,亦可在没有提供通知的情况下随时更改,富途证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

本报告只为一般性提供数据之性质,旨在供富途证券之客户作一般浏览之用,而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标,财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为富途集团的任何成员作出提议,建议或征求购入或出售任何证券,有关投资或其它金融证券。本报告所提及之产品未必适合所有投资者,阅览本报告的人士应在作出任何投资决策时须充分考虑相关因素并寻求专业建议。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指,投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的富途证券于香港提供。香港的投资者若有任何关于富途证券研究报告的问题请直接联系富途证券。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的作者姓名旁。

本报告中的任何内容均不得解释为购买或出售证券的要约或邀请。任何决定购买本研究报告中所提及的证券都应考虑到现有的公开信息,包括任何有关此类证券的招股说明书等。

分析员保证

主要负责撰写本报告的分析师确认(i)本报告所表达的意见都准确地反映他/她对本研究报告所评论的上市法团的个人观点;及(ii)他/她过往,现在或将来,直接或间接,所收取之报酬没有任何部份是与他/她在本报告所表达之特别推荐或观点有关连的。

分析师确认分析师本人及其有联系者均没有在研究报告发出前30日内及在研究报告发出后3个营业日内交易报告内所述的上市法团及其相关证券。

利益披露声明

报告作者为香港证监会持牌人士,分析师本人或其有联系者并未担任本研究报告所评论的上市法团高级管理人员,也未持有其任何财务权益。

本报告中,富途证券并无持有该上市公司市值的1%或以上的任何财务权益,在过去12个月内与该公司并无投资银行关系。本公司员工均非该上市公司的雇员。

可用性

对部分的司法管辖区或国家而言,分发,发行或使用本报告会抵触当地法律,法则,规定,或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

此处包含的信息是基于富途证券认为之准确的来源。富途证券(或其附属公司或员工)可能在相关投资产品中拥有头寸及交易。富途集团及/或相关人士对投资者因使用本报告或依赖其所载资讯而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

有关不同产品风险的详细信息,请访问<http://www.futu.hk>上的风险披露声明。