

买入

高质量增长兑现，多举措提升运营质量

李宁 (2331.HK)

2022-04-08 星期五

投资要点

目标价：**84.3 港元**
 现价：63.6 港元
 预计升幅：32.5%

➤ 2021 年业绩超预期，高质量增长兑现：

21 年公司零售流水同比+59%，收入同比+56%至 225.7 亿元，净利润 40.1 亿元，同比+136%，净利润率同比+6.1pp 至 17.8%。毛利率同比+3.9 pp 至 53.0%，费用率同比-4.1pp。公司收入、利润及盈利能力均达历史新高。

➤ 过往一年公司在提升运营质量上做对了什么：

重要数据

日期	2022/04/07
收盘价 (港元)	63.6
总股本 (亿股)	26.17
总市值 (亿港元)	1,664.3
净资产 (亿港元)	258.1
总资产 (亿港元)	370.3
52 周高低 (港元)	108.20/48.6
每股净资产 (港元)	9.86

数据来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

(1) **强产品力+精细化商品运营驱动生意。**产品矩阵搭建上，减商品宽度(-高单位数)、加核心款深度(+60%-70%中段)以优化产品结构，以创新产品及体系化产品矩阵向市场传递独树一帜的品牌调性。**商品运营上**，公司零售化思维的转变体现在更关注销售计划的制定和管理&极致产品打造。在设立全年销售计划的基础上，按月落实销售计划，按周管控生意。

(2) **渠道端强化高质量大店矩阵及推进单店运营模式落地。**结构层面，公司提升购物中心、高层级城市占比，重点拓展二三线以上层级市场，整合低效小店，从渠道端提升品牌及核心产品认知度。**单店层面**，着力在高层级市场开设高店效&具备盈利能力的大店，建立高效大店矩阵，以此为标杆带动各层级市场成长，落实单店标准化运营模式和体系建设。

(3) **供应链端转为主动生产思维，与零售思维转变相配合。**即生产计划是基于公司主动对产品销售计划和终端需求进行预判（而过往期货模式更多根据订货会的订货量被动制定产量）。**以上措施落地效果：**公司门店客流、成交率(+低单位数)、件单价(+10%至 20%低段)及连带率(+10%至 20%高段)提升带动收入增长，新品售罄率(+13 至 14pp)及新品流水占比提升(+7pp)，折扣率改善(+中单位数)，带动毛利率及盈利能力上升。

主要股东

Viva China Holdings Ltd	10.36%
李宁	0.14%

相关报告

李宁 (2331.HK) 更新报告：内外兼修厚积薄发，国潮龙头的黄金时代-20211006

李宁 (2331.HK) 更新报告：Q3 表现领先行业，电商及店效提升双驱动-20211026

➤ 维持买入评级，目标价 84.3 港元：

我们的观点：公司运营质量向好，品牌势能上升及经营质量提升是未来增长的核心驱动力。尽管疫情对行业造成短期扰动，公司核心竞争力不改。具体而言，公司增长驱动因素包括：1)品牌势能向上及渠道优化驱动李宁主品牌增长、2)中国李宁&李宁 YOUNG 快速发展、新品牌 LINING 1990 及新品类发展、3)商业模式优化(如供应链/商品运营/库存管理提效)。预计 22E 至 24E 营收分别为 276/ 334/ 404 亿元，同比+22%/ +21%/ +21%；净利润分别为 47.3/ 59.6/ 73.0 亿元，同比+18%/ +26%/ +22%。维持买入评级，目标价 84.3 港元，目标价对应 23E PE 约 29 倍。

研究部

姓名：李承儒
 SFC: BLN914
 电话：0755-21519182
 Email: licr@gyzq.com.hk

人民币百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	14,457	22,572	27,631	33,475	40,471
同比增长 (%)	4.2%	56.1%	22.4%	21.2%	20.9%
归母净利润	1,698	4,011	4,727	5,963	7,301
同比增长 (%)	13.3%	136.1%	17.9%	26.1%	22.4%
归母净利润率	11.7%	17.8%	17.1%	17.8%	18.0%
每股盈利	0.69	1.60	1.89	2.38	2.91
PE@63.6HKD	75.4	32.6	27.6	21.9	17.9

数据来源：wind、公司公告、国元证券经纪（香港）预测

报告正文

2021 年业绩超预期，高质量增长兑现：

公司 2021 年报超预期，全年零售流水同比+59%，收入同比+56%至 225.7 亿元，录得净利润 40.1 亿元，同比+136%，净利润率同比提升 6.1pp 至 17.8%。净利润率提升主要是由于零售折扣优化，带来毛利率同比+3.9 pp 至 53.0%，及费用率同比-4.1pp。公司收入、利润及盈利能力均达历史新高。

分渠道：全年整体/线下零售/线下批发/电商直营流水分别同比+59%/+52%/+50 至 60% 中段/+60 至 70%高段；全年渠道店数为 7,137 个（同比增 204 个），其中李宁大货店数为 5935 个（经销 4,770 个，直营 1165 个），李宁 YOUNG 同增 181 个至 1,202 个。

分品类：核心品类均实现强劲而均衡的增长，整体/跑步/健身/篮球/运动生活分别同比+59%/+53%/+57%/+46%/+71%。

表 1：李宁零售流水增长

流水	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4
整体	- 10-20% 高段	- 中单	+ 中单	+ 10-20% 中段	+ 80%-90% 高段	+ 90%-100% 低段	+ 40-50% 低段	+ 30-40% 低段
线下	- 20-30% 低段	- 10-20% 低段	- 低单	+ 10-20% 低段	+ 80%-90% 低段	+ 90%-100% 低段	+ 30-40% 高段	+ 20-30% 高段
零售	- 30-40% 中段	- 10-20% 低段	持平	+ 中单	+90%-100% 低段	+ 80%-90% 高段	+ 30-40% 中段	+ 20-30% 高段
批发	- 10-20% 高段	- 高单	- 低单	+ 10-20% 低段	+ 80%-90% 低段	+ 90%-100% 低段	+ 30-40% 高段	+ 20-30% 高段
电商	+ 10-20% 低段	+ 20-30% 高段	+ 40-50% 低段	+ 30-40% 中段	+ 100%	+ 90%-100% 高段	+ 50-60% 中段	+ 40-50% 低段

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

公司如何实现运营质量提升，落地效果如何？强产品力+精细化商品运营驱动生意、渠道端强化高质量大店矩阵及推进单店运营模式落地、供应链端转为主动生产思维：

(1) 强产品力+精细化商品运营驱动生意：

产品矩阵搭建：在过去 2 年公司缩减商品宽度并加深核心款深度——2021 年商品宽度缩减高单位数，商品深度增加 60-70%中段。在优化产品结构的同时，李宁公司以体系化的产品矩阵及创新性产品向市场传递独树一帜的品牌调性。李宁公司的设计师自由度较高，对 KPI 无严格约束，最大程度发挥设计师的创新力。

商品运营：传统批发的思维模式对商品终端销售较少关注，仅重点关注订货及发货至批发商；公司零售化思维的转变体现在更关注销售目标及计划的制定和管理，和极致产品的打造，并提升产品及品牌在终端消费者认可度，以推向市场，提升生意。

具体而言，公司在设立了全年销售计划的基础上，以月为单位落实销售计划，以周为单位进行生意管控。具体而言，公司通过分析上月销售进行反馈及整改，进而修正下月的生意计划，将商品销售计划落实至直营城市门店和批发商，并以周为单位与各地渠道、供应链及物流等业务单元负责人共同回顾及优化生意状况。

库存管理：公司建立了常态化的库存管理机制，与商品销售计划联动管理。在季度和月度层面根据库存状况进行销售节奏把控，在全公司层面进行库存共享，尽可能消化老品及滞销货品，用充足的新品做生意。

策略效果：在以上产品及商品运营策略的执行下，2021 年公司实现了“新品驱动生意”的目标，商品运营指标上表现为新品流水占比提升（21 年新品零售流水占比 86%，提升 7pp）、3 个月和 6 个月内新品售罄率改善（3 个月售罄率改善 13pp 至 60-70% 低段）、终端零售折扣提升中单位数，反映到报表上即为毛利率提升。

(2) 渠道质量优化，强化高效大店矩阵，推进单店运营模式落地，整合低效小店：

结构层面：公司提升购物中心、高层级城市占比，重点拓展二三线以上层级市场，整合低效小店，从渠道端提升消费者对公司核心产品的认知——2021 年高层级市场占比超 30%，较 19 年的 20+% 提升 10pp，流水贡献同比提升低单位数；购物中心占比较 19 年提升超过 15pp，流水贡献同比提升高单位数。

单店层面：公司着力在高层级市场开设高店效&具备盈利能力的大店，建立高效大店矩阵，并以此为标杆带动各线层级市场成长，同时落实单店标准化运营模式和体系建设。具体措施包括设立门店标准化运营手册和日志、落实销售工具包等。

策略效果：2021 年，李宁大货平均单店面积在本土品牌领先（达 200 平），其中直营/批发同店销售分别提升 40-50% 中段/30-40% 中段。拆分门店运营的核心指标，成交率/折扣率分别提升低单位数/中单位数，件单价/连带率分别提升 10%-20% 低段/10% 至 20% 高段。大店数量超 1200 家（李宁大货总门店 5,935 个，占比达 20%），大店单店平均面积超过 410 平，大店的单店月店效约 60 万。

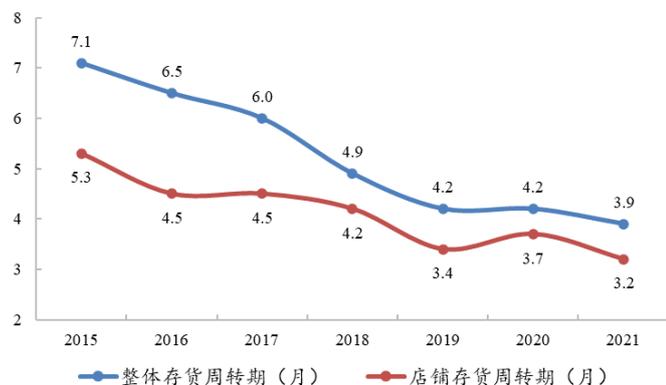
(3) 供应链整合：提升核心供应商订单占比，确保产能供给及品质提升。近年公司供应思路与零售思维转变相配合，变被动生产为主动生产，即生产计划是基于公司对产品销售计划和终端需求进行预判（而过去期货模式更多根据订货会的订货量来被动地制定产量）。无论是产品端 SKU 缩减宽度提升宽度，还是供应侧思维变为主动生产，都有赖于公司对终端需求敏感度的提升以及与终端消费者的沟通及连接能力。**效果：**2021 年 Top3 供应商总占比超 45%，公司存货端的旧品（6 个月以上）比例同比减少 10pp 至 18%。

图 1：以李宁跑步线为例，公司根据穿着诉求搭建了体系化的产品矩阵，形成合适的商品宽度与深度配比



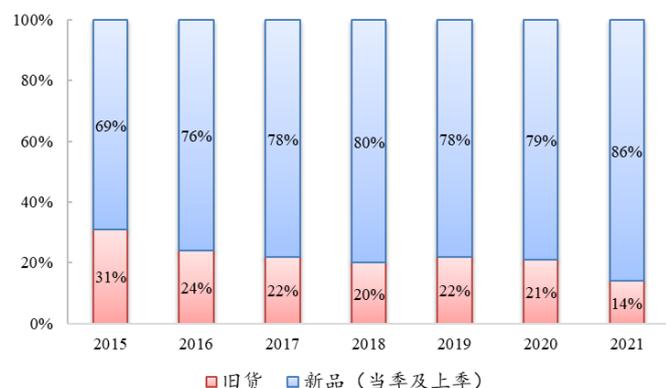
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 2：李宁公司存货周转期



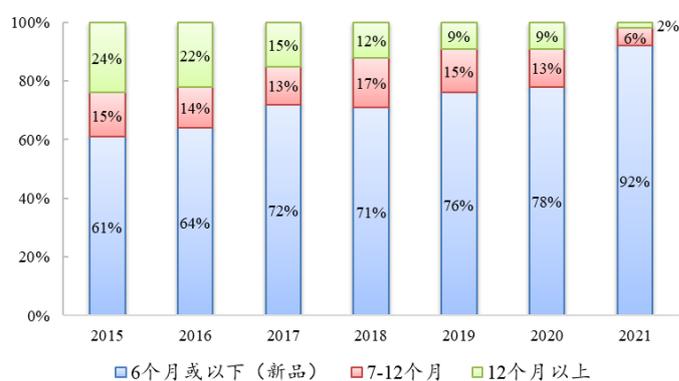
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 4：李宁公司零售流水结构



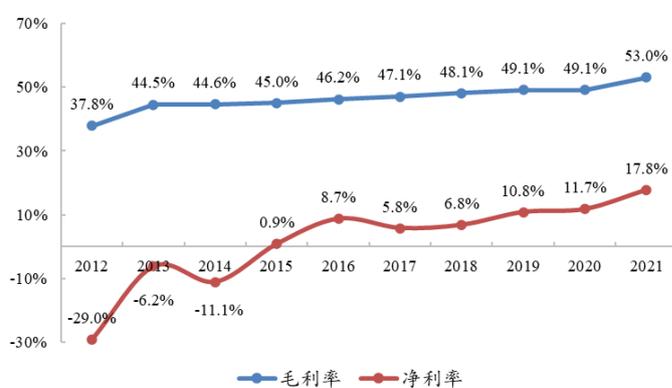
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 3：李宁公司渠道存货结构



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 5：李宁公司毛利率与净利率



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

得益于全渠道运营效率潜力释放，公司各渠道盈利能力显著提升：

DTC 渠道为公司带来品牌的直接零售运营能力以及与终端消费者的连接能力，该能力是公司可持续增长的重要基础。而批发渠道为公司带来相对高的盈利。2021 年李宁品牌渠道结构持续改善，DTC 占比进一步提高至 53%（其中线下直营占 23%，电商占 30%），批发渠道占收入 47%。拆分各渠道盈利能力：

(1) 直营渠道：收入同比+52%，收入占比达 23%。2021 年直营渠道毛利率增加 4pp 到 60% 高段，门店层面经营利润率从去年同期的低双位数水平提升至 20% 中段；

(2) 批发渠道：收入同比+55%，收入占比达 47%。由于发货侧批发折扣率不变，因此公司批发渠道终端零售折扣率提升未能直接反映至上市公司报表端，2021 年批发渠道毛利率维持平稳达到 40% 高段。由于正向的经营杠杆，批发渠道经营利润率从去年同期的 30% 中段提升至 30% 高段；

(3) 电商渠道：收入同比+58%，收入占比达 30%。由于折扣改善，2021 年电商渠道毛利率提升至 50% 高段，营业利润率提升至 30% 低段。

维持买入评级，目标价 84.3 港元：

我们的观点：公司运营质量向好，品牌势能上升及经营质量提升是未来增长的核心驱动力。2022Q1 李宁品牌流水表现出色，1-2 月公司线下流水增 30% 高段-40% 低段，电商增长达 60+%。具体而言，公司未来增长驱动力包括：1) 品牌势能向上及渠道优化驱动李宁主品牌增长、2) 中国李宁&李宁 YOUNG 快速发展、新品牌 LINING 1990 及新品类(如女子/极限)、3) 商业模式优化(如供应链/商品运营/库存管理提效)。我们认为本土运动品牌崛起是综合的经济、国际政治及文化趋势性因素共振，以及新兴消费人群的代际转换，这一趋势将在中长期持续。尽管疫情对行业造成短期扰动，公司核心竞争力不改，我们维持运动鞋服行业首推李宁的观点——李宁公司具备独一无二的品牌基因，运营短板逐步补齐，现阶段于行业中具备出色的增长动能。

我们预计 22E 至 24E 营收分别为 276/ 334/ 404 亿元，同比+22%/ +21%/ +21%；净利润分别为 47.3/ 59.6/ 73.0 亿元，同比+18%/ +26%/ +22%。维持买入评级，目标价 84.3 港元，目标价对应 23E PE 约 29 倍。

风险提示：

疫情反复、消费需求疲弱、行业竞争格局恶化、管理层变动等。

财务报表摘要
财务报表摘要
资产负债表

单位: 百万元

会计年度	FY2020	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	9,777	18,672	22,507	27,258	33,002
现金	7,187	14,745	18,139	22,290	27,332
应收账款	659	903	993	1,092	1,202
其他资产即期部分	519	771	848	932	1,026
存货	1,346	1,773	2,039	2,446	2,936
其他	66	481	489	497	507
非流动资产	4,817	11,603	11,826	12,065	12,321
物业、厂房及设备	1,065	1,626	1,707	1,793	1,882
有使用权资产	1,066	1,333	1,359	1,387	1,414
递延税项资产	591	708	778	856	942
无形资产和土地使用权	357	350	376	404	434
其他	1,739	7,586	7,605	7,626	7,649
资产总计	14,594	30,275	34,333	39,323	45,323
流动负债	5,015	7,704	8,309	8,966	9,680
应付账款	1,227	1,599	1,679	1,763	1,851
合同负债	286	346	363	381	400
应付负债及其他应付	2,501	4,025	4,347	4,694	5,070
应交税费	592	1,308	1,439	1,582	1,741
其他	409	426	481	545	617
非流动负债	889	1,467	1,611	1,770	1,945
递延所得税负债	103	427	470	517	568
租赁负债	689	956	1,052	1,157	1,273
其他	98	84	90	97	104
负债合计	5,904	9,171	9,920	10,736	11,625
股本	228	239	239	239	239
储备	8,608	20,901	24,210	28,383	33,494
少数股东权益	3	3	3	3	3
股份奖励计划所持股份	-149	-38	-38	-38	-38
股东权益合计	8,689	21,104	24,413	28,587	33,698
负债及权益合计	14,594	30,275	34,333	39,323	45,323

现金流量表

会计年度	FY2020	2021E	2022E	2023E	2024E
除税前溢利	2,248	5,328	6,280	7,921	9,699
折旧摊销	1,009	1,092	1,509	1,570	1,634
营运资金变动	142	2,130	145	33	-16
所得税	-589	-1,317	-1,553	-1,958	-2,398
经营活动现金流	2,763	6,525	5,745	6,910	8,243
投资活动现金流	-992	-7,012	-1,083	-1,139	-1,199
筹资活动现金流	-513	8,045	-1,267	-1,620	-2,002
现金净增加额	1,258	7,558	3,394	4,151	5,042
现金期初金额	5,961	7,187	14,745	18,139	22,290
现金期末金额	7,187	14,745	18,139	22,290	27,332

利润表

单位: 百万元

会计年度	FY2020	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	14,457	22,572	27,631	33,475	40,471
营业成本	-7,363	-10,603	-13,180	-15,566	-18,616
毛利	7,094	11,969	14,451	17,909	21,854
销售费用	-4,425	-6,138	-7,460	-9,038	-10,927
管理费用	-805	-1,111	-1,326	-1,573	-1,862
其他收益	362	400	400	400	400
营业利润	2,196	5,136	6,080	7,714	9,481
财务收入/(费用)净	-32	33	40	48	59
权益法核算的投资	83	159	159	159	159
除税前溢利	2,248	5,328	6,280	7,921	9,699
所得税	-549	-1,317	-1,553	-1,958	-2,398
净利润	1,698	4,011	4,727	5,963	7,301
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	1,698	4,011	4,727	5,963	7,301
EPS (元)	0.69	1.60	1.89	2.38	2.91

主要财务比率

会计年度	FY2020	2021A	2022E	2023E	2024E
成长性					
营业收入yoy	4.2%	56.1%	22.4%	21.2%	20.9%
营业利润yoy	42.3%	133.9%	18.4%	26.9%	22.9%
归母净利润yoy	13.3%	136.1%	17.9%	26.1%	22.4%
盈利能力					
毛利率	49.1%	53.0%	52.3%	53.5%	54.0%
营业利润率	15.2%	22.8%	22.0%	23.0%	23.4%
净利率	11.7%	17.8%	17.1%	17.8%	18.0%
ROA	12.5%	17.9%	14.6%	16.2%	17.3%
ROE	21.5%	26.9%	20.8%	22.5%	23.4%
偿债能力					
资产负债率	40.5%	30.3%	28.9%	27.3%	25.6%
负债权益比	67.9%	43.5%	40.6%	37.6%	34.5%
流动比率	1.7	2.0	2.3	2.5	2.8
营运能力					
存货周转天数	68	54	52	52	52
应收帐款天数	21	13	12	11	10
每股资料 (元)					
每股收益	0.69	1.60	1.89	2.38	2.91
每股净资产	3.5	8.4	9.7	11.4	13.5
估值比率					
PE@63.6HKD	75.4	32.6	27.6	21.9	17.9
PB	14.7	6.2	5.4	4.6	3.9

投资评级定义和免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构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、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。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。在不同时期，国元证券经纪（香港）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。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）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。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、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不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

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。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）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。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>