

买入

逆势下超预期增长，专业性品类再获突破

李宁 (2331.HK)

2022-08-15 星期一

### 投资要点

目标价：**92.0 港元**  
 现价：70.1 港元  
 预计升幅：31.2%

### 重要数据

日期	2022/08/12
收盘价 (港元)	70.1
总股本 (亿股)	26.18
总市值 (亿港元)	1835.1
净资产 (亿港元)	256.2
总资产 (亿港元)	363.2
52 周高低 (港元)	108.20/48.6
每股净资产 (港元)	9.90

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

### 主要股东

Viva China Holdings Ltd	10.36%
Black Rock	5.98%

### 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

李宁 (2331.HK) 更新报告: 高质量增长兑现, 多举措提升运营质量-20220408

### 研究部

姓名: 李承儒

SFC: BLN914

电话: 0755-21519182

Email: licr@gyzq.com.hk

#### 疫情扰动下，李宁公司 22H1 收入和利润均超预期：

22H1 公司零售流水同比+8%，收入同比+21.7%至 124.1 亿元，净利润同比+11.6%至 21.9 亿元，净利润率同比-1.6pp 至 17.6%，毛利率同比-5.9 pp 至 50.0%。专业功能性品类、批发发货提升(去年同期缺货下低基数)驱动收入增长，成本上升和公司主动调整下的折扣加深致毛利率承压。

#### 主动把控生意节奏，战略性做强专业运动品类，强化专业属性：

22H1 公司鞋收入实现同比+47%的强劲增长，服装收入同比-3%。李宁 22H1 零售流水总额+8%，其中跑步/篮球/健身/运动生活零售流水同比+10%/+30%/-9%/-1%。公司有规划地对专业品类进行战略性聚焦；增加商品深度，主动预判旗舰产品销售计划和终端需求，打造现象级单品。此前市场曾因李宁较强的运动时尚属性而担忧增长的稳定性，上半年李宁专业功能性品类的强劲突破强化了李宁以专业运动引领的品牌定位。

#### 零售管理提效，渠道端库存及利润率保持健康水平：

公司库存管理领先行业——22H1 渠道库存同比+40%-50%中段，整体库存周转月数为 3.6(去年同期 3.1)，线下店铺库存周转为月数 2.6。健康的库销比水平说明库存合理增加，可被终端渠道消化。渠道库存增加原因：①21H1 严重缺货造成低基数；②生意规模扩大及为流水复苏作准备。

**直营：**收入同比+10%。22H1 直营渠道门店 OPM 为 10%高段，22H1 直营策略性承担了较多公司库存消化责任，折扣率有所加深；

**批发：**收入同比+27%，剔除专业渠道发货后的批发收入同比约+15%；22H1 批发流水同比+中单位数，考虑吊牌价提升和折扣加深，批发流水及收入基本匹配。批发渠道门店利润率维持行业前列(22H1 为 30%中段)。

**电商：**收入同比+10~20%高段，收入占比为 30%。疫情干扰下，折扣加深高单位数，营业利润率从去年同期 30%中段下降至 20%+的中段。

#### 维持买入评级，目标价 92.0 港元：

**我们的观点：**品牌势能上升及经营效率提升是未来增长的核心驱动力，我们认为李宁公司是中国运动鞋服行业首选标的。我们预计 22E 至 24E 营收分别为 273/ 330/ 398 亿元，同比+21.0%/+20.9%/+20.6%；净利润分别为 46.7/ 59.7/ 72.4 亿元，同比+16.4%/+27.9%/+21.3%。维持买入评级，目标价 92.0 港元，目标价对应 23E PE 约 32 倍。

人民币百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	14,457	22,572	27,309	33,019	39,833
同比增长 (%)	4.2%	56.1%	21.0%	20.9%	20.6%
归母净利润	1,698	4,011	4,668	5,969	7,240
同比增长 (%)	13.3%	136.1%	16.4%	27.9%	21.3%
归母净利润率	11.7%	17.8%	17.1%	18.1%	18.2%
每股盈利	0.69	1.60	1.78	2.28	2.77
PE@70.1HKD	84.1	36.3	31.2	24.4	20.1

数据来源: wind、公司公告、国元证券经纪 (香港) 预测

## 报告正文

### 疫情扰动下，李宁公司 22H1 收入和利润均超预期：

22H1 公司零售流水同比+8%，收入同比+21.7%至 124.1 亿元，净利润同比+11.6%至 21.9 亿元，净利润率同比-1.6pp 至 17.6%，毛利率同比-5.9 pp 至 50.0%。专业功能性品类、批发发货提升(去年同期缺货下低基数)为收入增长驱动力，毛利率同比下滑主要是由于成本上升，以及公司主动调整下的折扣加深。

表 1：李宁零售流水增长

流水	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2
整体	+ 中单	+ 10-20% 中段	+ 80%-90% 高段	+ 90%-100% 低段	+ 40-50% 低段	+ 30-40% 低段	+ 20%-30% 高段	-高单位数
线下	- 低单	+ 10-20% 低段	+ 80%-90% 低段	+ 90%-100% 低段	+ 30-40% 高段	+ 20-30% 高段	+ 20%-30% 中段	-高单位数
零售	持平	+ 中单	+90%-100% 低段	+ 80%-90% 高段	+ 30-40% 中段	+ 20-30% 高段	+ 30%-40% 中段	-高单位数
批发	- 低单	+ 10-20% 低段	+ 80%-90% 低段	+ 90%-100% 低段	+ 30-40% 高段	+ 20-30% 高段	+ 20%-30% 低段	-高单位数
电商	+ 40-50% 低段	+ 30-40% 中段	+ 100%	+ 90%-100% 高段	+ 50-60% 中段	+ 40-50% 低段	+ 30%-40% 中段	+中单位数

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

### 主动把控生意节奏，战略性做强专业运动品类，强化专业属性：

分产品类别看，鞋收入及跑步/篮球流水录得强劲增长，坚持以专业品类为引领。22H1 公司鞋收入实现同比+47%的强劲增长，服装收入同比-3%。李宁 22H1 零售流水总额+8%，其中跑步/篮球/健身/运动生活零售流水同比+10%/+30%/-9%/-1%。运动生活品类零售流水占比同比-3pp 至 39%，该占比下降是公司针对不同品类主动进行战略调整的结果。

在品类及产品线规划上，公司有规划地对专业品类进行战略性聚焦；增加商品深度，主动预判旗舰产品销售计划和终端需求，打造现象级单品。此前市场曾因为李宁较强的运动时尚属性而担忧增长的稳定性与持续性，上半年李宁专业功能性品类的强劲突破强化了李宁以专业运动引领的品牌定位及能力。以超轻 19 为例，公司于去年进行产品规划时有针对性地预判年销售 300 万双的目标(22H1 已达成 200 万双)，协同线上线、经销直营进行提前布局与大量沟通，传递市场目标和公司发展方向，实现运营效率的提升及品牌形象的塑造。未来在重点发展李宁大货的基础上，公司将强化中国李宁、李宁 1990 的产品内功及市场定位，保持其独有的品牌调性及发展的可持续性，不急于追求子品牌规模快速增长。

零售管理提效，新品流水占比提升，渠道端库存及利润率保持健康水平：

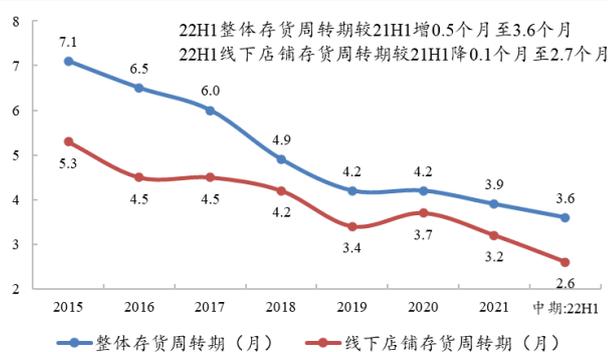
**公司库存管理领先行业——22H1 渠道库存同比+40%-50%中段，整体库存周转月数为3.6个月(去年同期3.1个月)，线下店铺库存周转月数同比下滑0.1个月至2.6个月。渠道库存增加主要是由于①21H1严重缺货造成低基数；②公司业务规模扩大及为保持合理库存水平、流水复苏作出准备。另外，上半年面对疫情扰动，结构上公司把库存更多地投向了电商渠道。健康的库销比水平说明库存合理增加，可被终端渠道消化。**

**直营渠道：**收入同比+10%，收入占比为23%。疫情扰动下，2022H1 直营渠道门店层面OPM从去年同期的20%高段下降到10%高段，这主要是由于直营渠道策略性地承担了较多公司库存消化的责任，折扣率有所加深；

**批发渠道：**收入同比+27%，批发收入的增长大部分来自于专业渠道发货(同比+82%)，剔除专业渠道发货后的大货批发收入同比约+15%；22H1 批发流水同比+中单位数，由于吊牌价提升和终端折扣单位数的加深，22H1 批发流水及批发收入大致匹配。批发渠道门店利润率维持行业前列，从去年同期的30%的高段略微下降至30%中段。批发渠道毛利率有所下滑，主要是由于采购成本上涨，超过了吊牌价的提升幅度(约10%)。

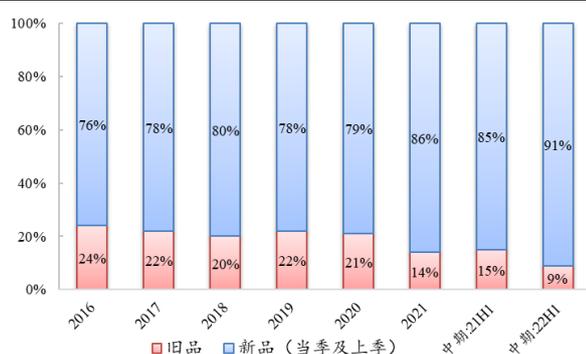
**电商渠道：**收入同比+10~20%高段，收入占比为30%。疫情干扰下，电商渠道折扣加深高单位数，营业利润率从去年同期的30%中段下降至20%+的中段。

图 1：李宁公司存货周转期



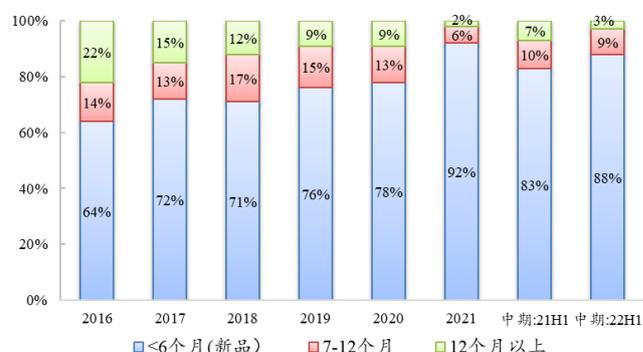
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 3：李宁公司新品零售流水占比进一步提升



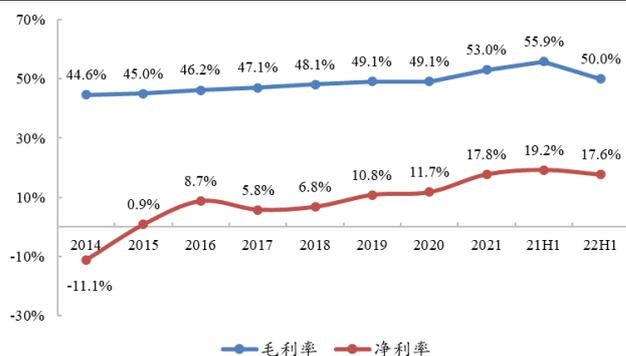
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 2：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 4：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

**成本上升及公司主动调整折扣致毛利率承压，费用率有效管控：**

22H1 公司毛利率同比-5.9pp 至 50.0%，主要是由于采购成本上升及公司主动调整折扣以把控终端销售节奏。公司 22H1 销售费用率及管理费用率分别为 27.3%/4.2%，同比下降 0.7pp/0.1pp，费用率的下降主要是由于公司收入规模提升导致的正向经营杠杆。期内实现归母净利润 21.9 亿元，同比+11.6%，归母净利润率同比-1.6pp 至 17.6%。

**维持买入评级，目标价 92.0 港元：**

**我们的观点：**品牌势能上升及经营质量提升是未来增长的核心驱动力，我们认为李宁公司是中国运动鞋服行业首选标的。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。我们预计 22E 至 24E 营收分别为 273/ 330/ 398 亿元，同比+21.0%/+20.9%/+20.6%；净利润分别为 46.7/ 59.7/ 72.4 亿元，同比+16.4%/+27.9%/+21.3%。维持买入评级，目标价 92.0 港元，目标价对应 23E PE 约 32 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**

会计年度	FY2020	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>9,777</b>	<b>18,672</b>	<b>22,466</b>	<b>27,221</b>	<b>32,922</b>
现金	7,187	14,745	18,098	22,253	27,252
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
<b>非流动资产</b>	<b>4,817</b>	<b>11,603</b>	<b>11,826</b>	<b>12,065</b>	<b>12,321</b>
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
<b>资产总计</b>	<b>14,594</b>	<b>30,275</b>	<b>34,292</b>	<b>39,286</b>	<b>45,243</b>
<b>流动负债</b>	<b>5,015</b>	<b>7,704</b>	<b>8,309</b>	<b>8,966</b>	<b>9,680</b>
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
<b>非流动负债</b>	<b>889</b>	<b>1,467</b>	<b>1,611</b>	<b>1,770</b>	<b>1,945</b>
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
<b>负债合计</b>	<b>5,904</b>	<b>9,171</b>	<b>9,920</b>	<b>10,736</b>	<b>11,625</b>
股本	228	239	239	239	239
储备	8,608	20,901	24,168	28,346	33,415
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
<b>股东权益合计</b>	<b>8,689</b>	<b>21,104</b>	<b>24,371</b>	<b>28,550</b>	<b>33,618</b>
<b>负债及权益合计</b>	<b>14,594</b>	<b>30,275</b>	<b>34,292</b>	<b>39,286</b>	<b>45,243</b>

会计年度	FY2020	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>除税前溢利</b>	<b>2,248</b>	<b>5,328</b>	<b>6,201</b>	<b>7,930</b>	<b>9,618</b>
折旧摊销	1,009	1,091	1,509	1,570	1,634
营运资金变动	142	826	145	33	-16
所得税	-589	-456	-1,533	-1,961	-2,378
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,763</b>	<b>6,525</b>	<b>5,685</b>	<b>6,917</b>	<b>8,182</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-992</b>	<b>-6,539</b>	<b>-1,083</b>	<b>-1,139</b>	<b>-1,199</b>
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-513</b>	<b>7,596</b>	<b>-1,249</b>	<b>-1,622</b>	<b>-1,984</b>
现金净增加额	1,258	7,583	3,353	4,155	5,000
现金期初金额	5,961	7,187	14,745	18,098	22,253
现金期末金额	7,187	14,745	18,098	22,253	27,252

会计年度	FY2020	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>14,457</b>	<b>22,572</b>	<b>27,309</b>	<b>33,019</b>	<b>39,833</b>
营业成本	-7,363	-10,603	-13,518	-15,701	-18,721
毛利	7,094	11,969	13,791	17,319	21,111
销售费用	-4,425	-6,138	-7,264	-8,816	-10,635
管理费用	-805	-1,111	-1,297	-1,552	-1,872
其他收益	362	400	400	400	400
<b>营业利润</b>	<b>2,196</b>	<b>5,136</b>	<b>5,646</b>	<b>7,367</b>	<b>9,020</b>
财务收入/(费用)净	-32	33	355	363	398
权益法核算的投资	83	159	200	200	200
<b>除税前溢利</b>	<b>2,248</b>	<b>5,328</b>	<b>6,201</b>	<b>7,930</b>	<b>9,618</b>
所得税	-549	-1,317	-1,533	-1,961	-2,378
净利润	1,698	4,011	4,668	5,969	7,240
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利</b>	<b>1,698</b>	<b>4,011</b>	<b>4,668</b>	<b>5,969</b>	<b>7,240</b>
<b>EPS (元)</b>	<b>0.69</b>	<b>1.60</b>	<b>1.78</b>	<b>2.28</b>	<b>2.77</b>

会计年度	FY2020	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长性</b>					
营业收入yoy	4.2%	56.1%	21.0%	20.9%	20.6%
营业利润yoy	42.3%	133.9%	9.9%	30.5%	22.4%
归母净利润yoy	13.3%	136.1%	16.4%	27.9%	21.3%
<b>盈利能力</b>					
毛利率	49.1%	53.0%	50.5%	52.5%	53.0%
营业利润率	15.2%	22.8%	20.7%	22.3%	22.6%
净利率	11.7%	17.8%	17.1%	18.1%	18.2%
ROA	12.5%	17.9%	14.5%	16.2%	17.1%
ROE	21.5%	26.9%	20.5%	22.6%	23.3%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	40.5%	30.3%	28.9%	27.3%	25.7%
负债权益比	67.9%	43.5%	40.7%	37.6%	34.6%
流动比率	1.7	2.0	2.3	2.5	2.8
<b>营运能力</b>					
存货周转天数	68	54	51	51	52
应收帐款天数	21	13	12	11	10
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.69	1.60	1.78	2.28	2.77
每股净资产	3.5	8.4	9.3	10.9	12.8
<b>估值比率</b>					
PE@70.1HKD	84.1	36.3	32.6	25.5	21.0
PB	16.4	6.9	6.2	5.3	4.5

# 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。本报告清晰准确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>