

买入

库存健康，专业功能产品及效率提升驱动增长

李宁 (2331.HK)

2023-03-21 星期二

投资要点

目标价：**76.0 港元**
 现价：55.60 港元
 预计升幅：36.7%

重要数据

日期	2023/03/20
收盘价 (港元)	55.60
总股本 (亿股)	26.36
总市值 (亿港元)	1465.6
净资产 (亿港元)	272.4
总资产 (亿港元)	376.7
52 周高低 (港元)	82.70/39.75
每股净资产 (港元)	10.34

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%
BlackRock, Inc.	5.81%

相关报告

李宁 (2331.HK) 更新报告: Q3 营运健康, 短期风波不改龙头长期价值-20221021

研究部

姓名: 何丽敏
 SFC: BTG784
 电话: 0755-82846267
 Email: helm@gyzq.com.hk

➤ 22 全年收入增长 14.3%，净利润增长 1.3% 至 40.6 亿元：

22 年公司全渠道流水增长中单位数，收入/净利润分别增长 14.3%/1.3%，净利润增幅低于收入增幅，主因毛利率受折扣加深及采购成本上行而下滑 4.6pp。分渠道看：①批发渠道 2022 全年收入增长高单位数（不含专业渠道发货），批发流水下滑低单位数，原因是公司保证充足新品发货以带动后续流水复苏；②直营线下渠道收入增长 6%，而直营线下同店下滑中单位数。期内直营门店数同比+23% 至 1,430 家，改扩店亦有助店效提升。③电商收入增长 16%，期内电商折扣加深中单位数。

➤ 波动的经营环境中维持优秀的库存健康度，持续优化零售运营效率：

在 2022 年高波动的经营环境中，公司强化库存管控，实现了优于同行的库存健康度。按库存总额、库销比、库龄结构分析——2022 年末公司渠道库存增加 20% 至 30% 中段，全渠道库销比同比+0.3 至 4.2 倍，6 个月内新品占比同比-4pp 至 88%。2022 年 3 月疫情后，公司战略性调整了折扣以管控库存，通过周度的覆盖全国区域/全部门店/全渠道的生意会议，保证策略的及时调整及执行。门店层面，在逆境下公司改扩店策略仍成效显著，单店面积达 230 平，大店数量从去年同期的 1200 家同比提升至 1600 家。

➤ 2023 年流水逐步复苏，指引审慎乐观，聚焦专业产品矩阵：

2023 年 1-2 月，预计线下流水同比+低单位数，3 月前半月线下流水增速恢复至双位数。全年指引相对审慎，23 年的收入指引为增长 10 至 20% 中段，全年净利率指引为 10-20% 中段。今年公司预计将聚焦专业性产品矩阵，2023 年将打造从 399 到 799 元的专业跑步矩阵，聚焦超轻 20、赤兔 6pro、飞电 challenge 跑鞋矩阵落地，强化消费者对李宁专业功能性的认知。

➤ 维持买入评级，目标价 76.0 港元：

我们的观点：建议把握回调带来的配置机会。近期股价回调或与审慎的指引有关，展望全年：22 年逆势下总门店数 7% 的增长为复苏打下基础；健康的库存有助公司保持良好的推新品节奏和折扣恢复，带动 GPM 修复；精细化的零售管理、供应链整合提质将帮助公司赢得质量增长。预计随着消费者收入及消费修复，叠加 Q2 低基数，我们对公司全年增长乐观。我们预计 23E 至 25E 营收分别为 300/353/411 亿元，同比+16.3%/+17.6%/+16.6%；净利润分别为 48.7/58.9/70.1 亿元，同比+20%/+21%/+19%。维持买入评级，目标价 76.0 港元，目标价对应 24E PE 约 29 倍。

人民币百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	22,572	25,803	30,004	35,280	41,135
同比增长 (%)	56.1%	14.3%	16.3%	17.6%	16.6%
归母净利润	4,011	4,064	4,871	5,891	7,009
同比增长 (%)	136.1%	1.3%	19.9%	20.9%	19.0%
归母净利润率	17.8%	15.7%	16.2%	16.7%	17.0%
每股盈利	1.60	1.55	1.86	2.25	2.68
PE@55.60HKD	29.9	30.8	25.7	21.2	17.8

数据来源: wind、公司公告、国元证券经纪 (香港) 预测

报告正文

22 全年收入增长 14.3%，净利润增长 1.3% 至 40.6 亿元：

2022 年公司全渠道流水增长中单位数，收入/净利润分别增长 14.3%/ 1.3%，净利润增幅低于收入增幅，主因毛利率受折扣加深及采购成本上行而下滑 4.6pp。分渠道看：

①批发渠道 2022 全年收入增长高单位数（不含专业渠道发货），批发流水下滑低单位数，原因是公司保证充足的新品发货以带动出行优化后的流水复苏；②直营线下渠道全年收入增长 6%，而直营线下同店下滑中单位数。尽管期内容流受疫情影响，但期内直营门店数同比+23%至 1,430 家，改扩店亦有助店效提升。③电商收入增长 16%，电商占整体渠道之比为 31%，期内电商折扣加深中单位数。分品类看，鞋驱动收入增长。2022 年鞋/服收入同比+42%/-9%，专业功能产品成为增长的重要驱动力。

表 1：李宁零售流水增长

流水	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	22 全年
整体	+90%-100% 低段	+40-50% 低段	+30-40% 低段	+20%-30% 高段	-高单	+10-20% 中段	-10%-20% 低段	+中单位数
线下	+90%-100% 低段	+30-40% 高段	+20-30% 高段	+20%-30% 中段	-高单	+10-20% 中段	-10%-20% 高段	+低单位数
零售	+80%-90% 高段	+30-40% 中段	+20-30% 高段	+30%-40% 中段	-高单	+20-30% 低段	-10%-20% 中段	+6%
批发	+90%-100% 低段	+30-40% 高段	+20-30% 高段	+20%-30% 低段	-高单	+10-20% 低段	-20%-30% 低段	-低单位数 (不含专业出货)
电商	+90%-100% 高段	+50-60% 中段	+40-50% 低段	+30%-40% 中段	+中单 位数	+20-30% 中段	+中单位数	+中双位数

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

表 2：李宁同店销售增长（SSSG）

流水	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	22 全年
整体	+80%-90% 低段	+20%-30% 高段	+20%-30% 低段	+20%-30% 低段	-10-20% 低段	+高单位数	-高双	持平
线下	+70%-80% 高段	+20%-30% 中段	+20%-30% 低段	+10%-20% 中段	-10-20% 高段	/	-低 20%	
零售	+90%-100% 低段	+30%-40% 低段	+20%-30% 中段	+20%-30% 中段	-10-20% 高段	+中单位数	-高 20%	-中单位数
批发	+70%-80% 低段	+20%-30% 中段	+10%-20% 高段	+10%-20% 低段	-10-20% 高段	+高单位数	-低 20%	-低单位数
电商	+80%-90% 高段	+30%-40% 中段	+20%-30% 高段	+30%-40% 中段	+低单 位数	+10-20% 中段	-低单位数	+高单位数

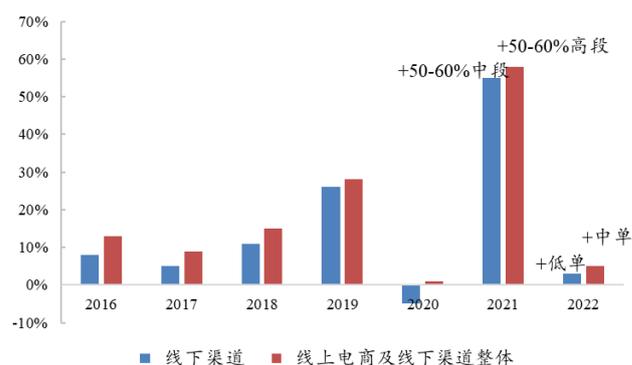
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 1：李宁公司收入及利润增长

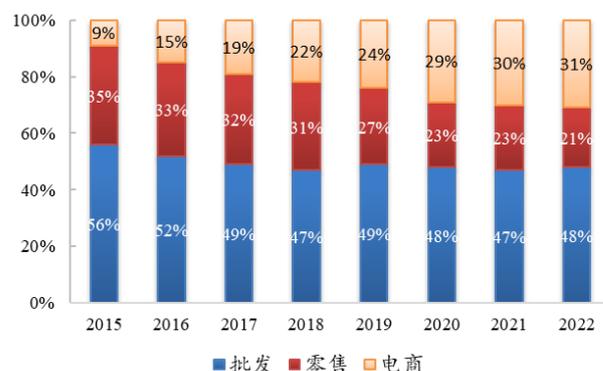

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 3：李宁分渠道收入增长


资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 2：李宁公司分渠道流水增长


资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 4：李宁渠道收入结构


资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

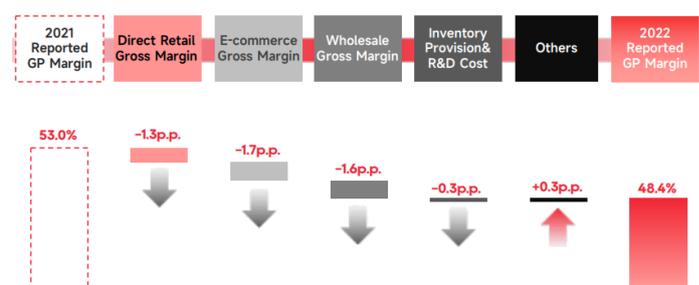
毛利率因折扣加深而下滑，负经营杠杆致销售费率提升，致利润表现承压：

期内毛利率同比-4.6pp至48.4%，销售费用率同比+1.1pp至28.3%，导致净利润率同比-2pp至17.8%。拆分毛利率下滑的原因：①折扣加深及采购成本上涨，导致直营线下渠道及电商渠道毛利率下跌，分别带来1.3pp和1.7pp的负面影响；②采购成本提升导致批发渠道毛利率承压，带来1.6pp负面影响；③存货额上升导致相关的减值准备上升、DTC渠道占比轻微下降，该负面影响被羽毛球业务产品结构优化的正面影响所抵消。

期内收入受疫情影响，销售费用率上升，呈现了负的经营杠杆影响。期内广告及营销费用同比增加5亿至22.8亿，A&P费用率占比提升0.9pp至8.8%。另外，22年逆势下公司仍在坚定不移地执行渠道质量提升策略，为放松防疫后的增长奠定基础，这导致了销售费用率的提升。期内公司的门店数量仍净增7%（大货净增360个，儿童增加106个），单店面积增加至230平。

图 5：李宁公司毛利率和净利率


资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 6：李宁公司 2022 年毛利率影响因素


资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

高波动的经营环境中维持优秀的库存健康度，持续优化零售运营效率：

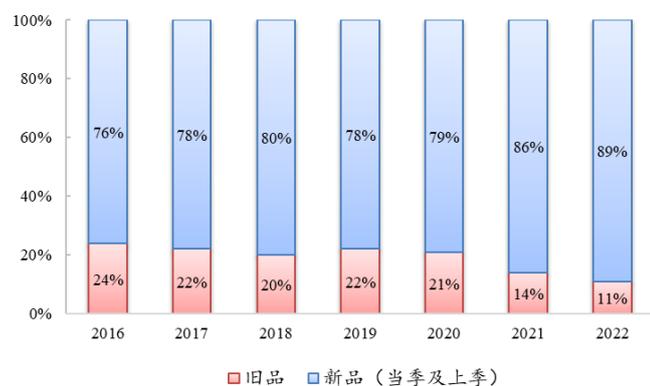
在 2022 年高波动的经营环境中，公司强化库存管控，实现了优于同行的库存健康度。按库存总额、库销比、库龄结构分析渠道库存——2022 年末公司渠道库存增加 20% 至 30% 中段，全渠道库销比同比+0.3 至 4.2 倍，6 个月内新品占渠道库存总额的比例同比 -4pp 至 88%，公司存货周转天数同比+4 天至 58 天。2022 年 3 月出现大规模疫情后，公司战略性地调整了折扣以管控库存，并针对每季度、每月底的生意节点设定库存及库龄结构目标，通过周度的覆盖全国区域/全部门店/全渠道的生意会议，保证策略的及时调整及执行。

公司在商品运营、零售运营、供应链方面持续提效，为 2023 年复苏打下坚实基础：

商品运营层面，商品深度提升低单位数，流水结构的新品之比提升 3pp 至 89%，当季新品折扣率维持稳定至 70-80% 高段。公司年内聚焦“超轻 19”大单品，以 599 元吊牌价定价，成功售出超过 300+ 万双，超 100% 达成原目标。而以往对于国产品牌，达成单款销售超 100 万双已较为罕见。

门店层面，在逆境下公司改扩店策略仍成效显著，单店面积达 230 平，大店数量从去年同期的 1200 家同比提升至 1600 家。李宁大货门店的转化率同比+中单位数，连带率同比+高单位数，尽管在不利的零售环境下折扣加深中单位数，件单价同比+低单位数。

供应链方面，公司持续执行扶持大和强合作伙伴的策略，年内批发合作伙伴减少了 13 家，鞋供应商减少了 5 家，TOP3 供应商占 50% 的采购份额。童装流水同比增 30% 高段，均价、同店、店效等指标均有显著增长。

图 7: 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 9: 公司渠道存货周转期


资料来源: 公司公告、国元证券经纪 (香港) 整理

图 8: 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 10: 李宁公司销售费用率及管理费用率


资料来源: 公司公告、国元证券经纪 (香港) 整理

2023 年流水逐步复苏, 指引审慎乐观, 聚焦专业产品矩阵:

2023 年 1-2 月, 预计线下流水同比+低单位数, 3 月前半月线下流水增速恢复至双位数。全年指引相对审慎。2023 年的收入增长指引为 10-20% 中段, 全年净利率指引为 10-20% 中段。今年公司预计将聚焦专业功能性产品矩阵, 在 22 年超轻超额完成目标的基础上, 2023 年将打造从 399 到 799 的专业产品矩阵带, 聚焦超轻 20、赤兔 6pro、飞电 challenge 跑鞋矩阵落地, 强化消费者对李宁专业功能性能的认知度。

维持买入评级，目标价 76.0 港元：

我们的观点：建议把握回调带来的配置机会。近期股价回调或与审慎的指引有关，展望 2023 年：22 年逆势下总门店数 7% 的增长为复苏打下基础；健康的库销比及库龄结构，有助公司保持良好的新品推广节奏和折扣恢复，从而带动 GPM 修复；精细化的零售管理、供应链整合提质将帮助公司赢得可持续的质量增长。预计随着公司目标客群收入修复及消费回暖，叠加 Q2 低基数效应，我们对公司全年增长乐观。我们预计 23E 至 25E 营收分别为 300/ 353/ 411 亿元，同比+16.3%/ +17.6%/ +16.6%；净利润分别为 48.7/ 58.9/ 70.1 亿元，同比+20%/ +21%/ +19%。维持买入评级，目标价 76.0 港元，目标价对应 24E PE 约 29 倍。

风险提示：

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

资产负债表		单位：百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	18,672	12,395	16,273	20,919	26,406	
现金	14,745	7,382	10,581	14,430	18,983	
应收账款	903	1,020	1,122	1,235	1,358	
其他资产即期部分	771	832	915	1,006	1,107	
存货	1,773	2,428	2,914	3,496	4,196	
其他	481	733	742	751	762	
非流动资产	11,603	21,252	21,577	21,922	22,290	
物业、厂房及设备	1,626	3,235	3,396	3,566	3,744	
有使用权资产	1,333	2,022	2,063	2,104	2,146	
递延税项资产	708	693	763	839	923	
无形资产和土地使用权	350	376	403	432	463	
其他	7,586	14,925	14,952	14,982	15,014	
资产总计	30,275	33,647	37,850	42,841	48,696	
流动负债	7,704	7,241	7,828	8,469	9,169	
应付账款	1,599	1,584	1,664	1,747	1,834	
合同负债	346	252	265	278	292	
应计负债及其他应付	4,025	3,649	3,941	4,256	4,596	
应交税费	1,308	1,037	1,141	1,255	1,381	
其他	426	718	818	934	1,066	
非流动负债	1,467	2,074	2,280	2,506	2,755	
递延所得税负债	427	519	571	628	690	
租赁负债	956	1,474	1,621	1,783	1,962	
其他	84	81	88	95	103	
负债合计	9,171	9,315	10,108	10,975	11,924	
股本	239	240	240	240	240	
储备	20,901	24,270	27,680	31,804	36,710	
少数股东权益	3	2	2	2	2	
股份奖励计划所持股份	-38	-181	-181	-181	-181	
股东权益合计	21,104	24,332	27,742	31,866	36,772	
负债及权益合计	30,275	33,647	37,850	42,841	48,696	

现金流量表		单位：百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
除税前溢利	5,328	5,415	6,491	7,850	9,340	
折旧摊销	1,091	1,393	2,677	2,788	2,904	
营运资金变动	826	-1,513	-147	-220	-312	
所得税	-456	-1,351	-1,620	-1,959	-2,331	
经营活动现金流	6,525	3,914	6,469	7,501	8,617	
投资活动现金流	-6,539	-9,481	-2,056	-2,161	-2,272	
筹资活动现金流	7,596	-1,887	-1,214	-1,490	-1,792	
现金净增加额	7,583	-7,455	3,199	3,849	4,553	
现金期初金额	7,187	14,745	7,382	10,581	14,430	
现金期末金额	14,745	7,382	10,581	14,430	18,983	

利润表		单位：百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业收入	22,572	25,803	30,004	35,280	41,135	
营业成本	-10,603	-13,319	-15,152	-17,488	-20,156	
毛利	11,969	12,485	14,852	17,792	20,979	
销售费用	-6,138	-7,314	-8,341	-9,773	-11,312	
管理费用	-1,111	-1,113	-1,350	-1,552	-1,769	
其他收益	400	805	805	805	805	
营业利润	5,136	4,887	5,990	7,296	8,727	
财务收入/(费用)净额	33	327	300	353	411	
权益法核算的投资收益	159	201	201	201	201	
除税前溢利	5,328	5,415	6,491	7,850	9,340	
所得税	-1,317	-1,351	-1,620	-1,959	-2,331	
净利润	4,011	4,064	4,871	5,891	7,009	
少数股东损益	0	0	0	0	0	
归属于母公司净利润	4,011	4,064	4,871	5,891	7,009	
EPS (元)	1.60	1.55	1.86	2.25	2.68	

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长性					
营业收入yoy	56.1%	14.3%	16.3%	17.6%	16.6%
营业利润yoy	133.9%	-4.9%	22.6%	21.8%	19.6%
归母净利润yoy	136.1%	1.3%	19.9%	20.9%	19.0%
盈利能力					
毛利率	53.0%	48.4%	49.5%	50.4%	51.0%
营业利润率	22.8%	18.9%	20.0%	20.7%	21.2%
净利率	17.8%	15.7%	16.2%	16.7%	17.0%
ROA	17.9%	12.7%	13.6%	14.6%	15.3%
ROE	26.9%	17.9%	18.7%	19.8%	20.4%
偿债能力					
资产负债率	30.3%	27.7%	26.7%	25.6%	24.5%
负债权益比	43.5%	38.3%	36.4%	34.4%	32.4%
流动比率	2.0	1.3	1.6	1.9	2.2
营运能力					
存货周转天数	54	58	63	66	69
应收帐款天数	13	14	13	12	11
每股资料 (元)					
每股收益	1.60	1.55	1.86	2.25	2.68
每股净资产	8.4	9.3	10.6	12.2	14.1
估值比率					
PE@55.6HKD	29.9	30.8	25.7	21.2	17.8
PB	5.7	5.1	4.5	3.9	3.4

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>