

买入

Q3 表现领先行业，电商及店效提升双驱动

李宁 (2331.HK)

2021-10-27 星期三

### 投资要点

目标价: **115.0 港元**  
 现价: 95.5 港元  
 预计升幅: 20.4%

### 重要数据

日期	2021/10/26
收盘价 (港元)	95.50
总股本 (亿股)	25.0
总市值 (亿港元)	2,383.7
净资产 (亿港元)	124.2
总资产 (亿港元)	212.2
52 周高低 (港元)	108.20/35.85
每股净资产 (港元)	4.14

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

### 主要股东

Viva China Holdings Ltd	10.87%
Citigroup Inc.	5.22%
BlackRock, Inc.	5.19%

### 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

### 研究部

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

#### ➤ 李宁 Q3 零售流水表现领先行业，电商表现亮眼：

21Q3 李宁整体平台录得 40-50% 低段增长，其中零售流水录得 30-40% 中段增长，批发流水录得 30-40% 高段增长，电商渠道 50-60% 中段增长。

尽管三季度线下零售受到疫情和局部灾情等因素扰动，李宁品牌于三季度零售流水表现出色，略超一致预期。公司持续推进零售化改革，DTC（直营+电商）收入占比过半。三季度公司零售与批发流水的同步增长显示公司在高线及低线市场增长平稳和一致。公司在抖音、快手等直播电商的发力有效带动电商渠道快速增长，抖音占电商渠道之比提升。

#### ➤ 零售渠道提效显著，渠道优化及店效提升驱动增长：

21Q3 公司整体同店增速为 20%-30% 高段，其中零售同店为 30%-40% 低段增长，批发同店 20%-30% 中段增长；电商同店 30%-40% 中段增长。批发渠道同店增速低于流水增速，主要是受到渠道优化、低效店改大店及改高质量店的影响，今年新开的高质量批发店未计入同店 base。Q3 公司渠道升级持续推进，李宁大店和中国李宁店数持续上升。

门店数方面，公司线下开店进程逐步恢复，截至 9 月底，李宁(不含李宁 YOUNG)销售点数量共 5,803 个，环比上一季度增加 99 个，今年至今减少 109 个。预计 Q4 将延续净开店态势。

#### ➤ 维持买入评级，目标价 115.0 港元：

**我们的观点：**“李宁”二字是品牌独有无形资产，Q3 维持高增是品牌力及产品力集中释放的结果。近期公司推出“LI-NING 1990”高端简约运动时尚系列，进一步拓宽消费群体和价格带。我们判断公司将乘国潮时代东风，通过产品结构升级、供应链及零售管理能力提升和组织效率优化，在收入与利润端双高质量增长，未来中期利润率仍有提升空间。

维持原有盈利预测，预计 21E 至 23E 营收分别为 211/261/321 亿元，同比+46%/+24%/+23%；净利润分别为 35.7/45.9/58.3 亿元，同比+110%/+29%/+27%。维持买入评级，公司目标价 115.0 港元，目标价对应 22E 财年的 PE 约 51 倍，对应 PEG 约 1 倍。

人民币百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	13,870	14,457	21,061	26,131	32,063
同比增长 (%)	32.0%	4.2%	45.7%	24.1%	22.7%
毛利率	49.1%	49.1%	54.2%	54.5%	55.0%
归母净利润	1,499	1,698	3,568	4,592	5,826
同比增长 (%)	109.6%	13.3%	110.1%	28.7%	26.9%
归母净利润率	10.8%	11.7%	16.9%	17.6%	18.2%
每股盈利	0.62	0.69	1.45	1.87	2.37
PE@95.5HKD	128.7	115.2	54.8	42.6	33.6

数据来源: wind、公司公告、国元证券经纪 (香港) 预测

## 报告正文

### 李宁 Q3 零售流水表现领先行业，电商表现亮眼：

21Q3 李宁整体平台录得 40-50% 低段增长，其中零售流水录得 30-40% 中段增长，批发流水录得 30-40% 高段增长，电商渠道 50-60% 中段增长。

尽管三季度线下零售受到疫情和局部灾情等因素扰动，李宁品牌于三季度零售流水表现出色，略超一致预期。公司持续推进零售化改革，DTC（直营+电商）收入占比过半。三季度公司零售与批发流水的同步增长显示公司在高线及低线市场恢复平稳和一致。公司在抖音、快手等直播电商的发力有效带动电商渠道快速增长，抖音占电商渠道之比提升。

表 1：李宁零售流水增长

流水	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3
<b>整体</b>	10-20% 高段 下跌	中单位数 下跌	中单位数 增长	10-20% 中段 增长	80%-90% 高段 增长	90%-100% 低段 增长	40-50% 低段 增长
<b>线下</b>	20-30% 低段 下跌	10-20% 低段 下跌	低单位数 下降	10-20% 低段 增长	80%-90% 低段 增长	90%-100% 低段 增长	30-40% 高段 增长
<b>零售</b>	30-40% 中段 下跌	10-20% 低段 下跌	大体持平	中单位数 增长	90%-100% 低 段增长	80%-90% 高段 增长	30-40% 中段 增长
<b>批发</b>	10-20% 高段 下跌	高单位数 下跌	低单位数 下跌	10-20% 低段 增长	80%-90% 低段 增长	90%-100% 低段 增长	30-40% 高段 增长
<b>电商</b>	10-20% 低段 增长	20-30% 高段 增长	40-50% 低段 增长	30-40% 中段 增长	100% 增长	90%-100% 高段 增长	50-60% 中段 增长

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

### 零售渠道提效显著，渠道优化及店效提升驱动增长：

21Q3 公司整体同店增速为 20%-30% 高段，其中零售同店为 30%-40% 低段增长，批发同店 20%-30% 中段增长；电商同店 30%-40% 中段增长。批发渠道同店增速低于流水增速，主要是受到渠道优化、低效店改大店及改高质量店的影响，今年新开的高质量批发店未计入同店 base。Q3 公司渠道升级持续推进，李宁大店和中国李宁店数持续上升。

门店数方面，公司线下开店进程逐步恢复，截至 9 月底，李宁（不含李宁 YOUNG）销售点数量共 5,803 个，环比上一季度增加 99 个，今年至今减少 109 个。预计 Q4 将延续净开店态势。

表 2: 李宁季度同店流水增长率 (SSSG)

SSSG	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3
整体	N/A	负 中单位数	正 低单位数	正 低双位数	n/a	正 80%-90% 低段	正 20%-30% 高段
线下	N/A	负 中双位数	负 中单位数	正 中单位数	n/a	正 70%-80% 高段	/
零售	N/A	负 高双位数	负 中单位数	正 高单位数	n/a	正 90%-100% 低段	正 30%-40% 低段
批发	N/A	负 低单位数	负 中单位数	正 中单位数	n/a	正 70%-80% 低段	正 20%-30% 中段
电商	正 低双	正 20%-30% 中段	正 30%-40% 高段	正 30%-40% 低段	正 80%-90% 高段	正 80%-90% 高段	正 30%-40% 中段

资料来源: 公司公告、国元证券经纪 (香港) 整理

**维持买入评级, 目标价 115.0 港元:**

**我们的观点:** “李宁”二字是品牌独有无形资产, Q3 维持高增是品牌力及产品力集中释放的结果。近期公司推出“LI-NING 1990”高端简约运动时尚系列, 进一步拓宽消费群体和价格带。我们判断公司将乘国潮时代东风, 通过产品结构升级、供应链及零售管理能力提升和组织效率优化, 在收入与利润端双高质量增长, 未来中期利润率仍有提升空间。

维持原有盈利预测, 预计 21E 至 23E 营收分别为 211/ 261/ 321 亿元, 同比+46%/ +24%/ +23%; 净利润分别为 35.7/ 45.9/ 58.3 亿元, 同比+110%/ +29%/ +27%。维持买入评级, 公司目标价 115.0 港元, 目标价对应 22E 财年的 PE 约 51 倍, 对应 PEG 约 1 倍。

**风险提示:**

运动服饰需求不及预期、潮流趋势变动、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						利润表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
会计年度	FY2019	FY2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	FY2019	FY2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>8,539</b>	<b>9,777</b>	<b>12,576</b>	<b>16,122</b>	<b>20,566</b>	<b>营业收入</b>	13,870	14,457	21,061	26,131	32,063
现金	5,961	7,187	9,795	12,993	16,961	营业成本	-7,064	-7,363	-9,646	-11,890	-14,428
应收账款	687	659	725	797	877	毛利	6,805	7,094	11,415	14,242	17,635
其他资产即期部分	443	519	571	628	691	销售费用	-4,445	-4,425	-5,960	-7,186	-8,657
存货	1,407	1,346	1,413	1,625	1,950	管理费用	-968	-805	-948	-1,176	-1,443
其他	41	66	73	80	88	其他收益	139	362	198	198	198
<b>非流动资产</b>	<b>4,008</b>	<b>4,817</b>	<b>4,990</b>	<b>5,175</b>	<b>5,374</b>	<b>营业利润</b>	<b>1,543</b>	<b>2,196</b>	<b>4,706</b>	<b>6,078</b>	<b>7,733</b>
物业、厂房及设备	1,039	1,065	1,118	1,174	1,233	财务收入/(费用)净额	-30	-32	-32	-39	-48
有使用权资产	981	1,066	1,087	1,109	1,131	权益法核算的投资收益	343	83	83	83	83
递延税项资产	432	591	650	715	786	<b>除税前溢利</b>	<b>1,857</b>	<b>2,248</b>	<b>4,757</b>	<b>6,122</b>	<b>7,769</b>
无形资产和土地使用权	265	357	383	412	442	所得税	-357	-549	-1,189	-1,531	-1,942
其他	1,291	1,739	1,751	1,766	1,781	净利润	1,499	1,698	3,568	4,592	5,826
<b>资产总计</b>	<b>12,547</b>	<b>14,594</b>	<b>17,566</b>	<b>21,297</b>	<b>25,939</b>	少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>流动负债</b>	<b>4,717</b>	<b>5,015</b>	<b>5,404</b>	<b>5,827</b>	<b>6,287</b>	<b>归属于母公司净利润:</b>	<b>1,499</b>	<b>1,698</b>	<b>3,568</b>	<b>4,592</b>	<b>5,826</b>
应付账款	1,348	1,227	1,288	1,353	1,421	<b>EPS (元)</b>	0.62	0.69	1.45	1.87	2.37
合同负债	294	286	300	315	331						
应计负债及其他应付	2,174	2,501	2,701	2,917	3,151	<b>主要财务比率</b>					
应交税费	531	592	651	716	788	<b>会计年度</b>	<b>FY2019</b>	<b>FY2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
其他	370	409	463	525	597	<b>成长性</b>					
<b>非流动负债</b>	<b>707</b>	<b>889</b>	<b>975</b>	<b>1,069</b>	<b>1,173</b>	营业收入yoy	32.0%	4.2%	45.7%	24.1%	22.7%
递延所得税负债	45	103	113	124	137	营业利润yoy	98.6%	42.3%	114.3%	29.2%	27.2%
租赁负债	557	689	758	833	917	归母净利润yoy	109.6%	13.3%	110.1%	28.7%	26.9%
其他	104	98	104	112	119	<b>盈利能力</b>					
<b>负债合计</b>	<b>5,423</b>	<b>5,904</b>	<b>6,379</b>	<b>6,896</b>	<b>7,460</b>	毛利率	49.1%	49.1%	54.2%	54.5%	55.0%
股本	214	228	228	228	228	营业利润率	11.1%	15.2%	22.3%	23.3%	24.1%
储备	7,184	8,608	11,105	14,319	18,398	净利率	10.8%	11.7%	16.9%	17.6%	18.2%
少数股东权益	3	3	3	3	3	ROA	14.1%	12.5%	22.2%	23.6%	24.7%
股份奖励计划所持股份	-277	-149	-149	-149	-149	ROE	23.2%	21.5%	35.9%	35.9%	35.4%
<b>股东权益合计</b>	<b>7,124</b>	<b>8,689</b>	<b>11,187</b>	<b>14,401</b>	<b>18,480</b>	<b>偿债能力</b>					
<b>负债及权益合计</b>	<b>12,547</b>	<b>14,594</b>	<b>17,566</b>	<b>21,297</b>	<b>25,939</b>	资产负债率	43.2%	40.5%	36.3%	32.4%	28.8%
						负债权益比	76.1%	67.9%	57.0%	47.9%	40.4%
						流动比率	1.6	1.7	2.0	2.3	2.8
<b>现金流量表</b>						<b>营运能力</b>					
<b>会计年度</b>	<b>FY2019</b>	<b>FY2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	存货周转天数	68	68	67	57	54
除税前溢利	1,857	2,248	4,757	6,122	7,769	应收帐款天数	17	21	12	10	9
折旧摊销	821	1,009	1,096	1,139	1,185	<b>每股资料 (元)</b>					
营运资金变动	1,177	142	140	8	-91	每股收益	0.62	0.69	1.45	1.87	2.37
所得税	-144	-589	-1,189	-1,531	-1,942	每股净资产	2.9	3.5	4.6	5.9	7.5
<b>经营活动现金流</b>	<b>3,503</b>	<b>2,763</b>	<b>4,304</b>	<b>5,225</b>	<b>6,392</b>	<b>估值比率</b>					
<b>投资活动现金流</b>	<b>-573</b>	<b>-992</b>	<b>-749</b>	<b>-788</b>	<b>-831</b>	PE	128.7	115.2	54.8	42.6	33.6
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-649</b>	<b>-513</b>	<b>-947</b>	<b>-1,240</b>	<b>-1,593</b>	PB	27.1	22.5	17.5	13.6	10.6
现金净增加额	2,282	1,258	2,608	3,197	3,968						
现金期初金额	3,672	5,961	7,187	9,795	12,993						
现金期末金额	5,961	7,187	9,795	12,993	16,961						

# 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>