

2020年03月27日

# 净利率持续提升，主品牌库销比持续改善

## 李宁(2331.HK)

评级:	增持	股票代码:	2331.HK
上次评级:	增持	总市值(亿港元)	557
52周最高价/最低价(港元):	27.7/11.3	自由流通市值(亿港元)	417.77
最新收盘价(港元):	22.7	自由流通股数(百万)	1840

### 事件概述

2019财年，公司实现收入138.70亿元，同比增长32%；归母净利润为14.99亿元，同比增长110%；扣非归母净利润为12.66亿元，同比增长77%，业绩超预期；净利增速高于扣非净利主要由于联营公司土地处置计提2.7亿元一次性经营无关收益以及集团渠道架构重组计提0.36亿元商誉减值。期末派息15.47分，分红率为25%，不考虑一次性经营无关损益、分红率达30%，股息率为0.75%。

### 分析判断:

1、分渠道看，2019年直营/特许经销商/电商/国际增速分别为16%/40%/41%/2%，占比为26%/50%/23%/2%，直营占比下降主要由于公司将部分直营店转给经销商、并同意经销商开大店、时尚店；其中，(1)分渠道按外延开店和内生同店分拆：直营收入增长中，开店/单店销售增长分别为4%/11%；经销收入增长中开店/单店出货额分别增长9%/31%；(2)整体流水和同店来看，2019年整体零售流水(线上及线下)提升至20%-30%高段增长(2018年10%-20%中段增长)；整体同店销售提升至10%-20%高段增长(2018年10%-20%低段增长)，其中线下为10%-20%低段增长、线上40%-50%低段增长。

2、分品牌看，李宁主品牌/YOUNG开店分别增长2%/39%至6,449/1,101家；

3、分品类看，鞋/服装/配件和器材分别增长32%/34%/14%；

4、分区域看，中国市场/国际市场98.1%/1.9%，国内北部/南部/华南部增速分别为29%/35%/39%，增速分别提升23/3/3pct。

5、分季度看：(1)从流水来看，2019Q4，李宁线下渠道(不包括YOUNG)零售流水获得30%-40%中段增长，其中零售渠道为10%-20%高段增长、批发渠道为40%-50%低段增长，整体较Q3环比提升(Q3整体为20-30%高段增长)、为全年最高(从基数来看，2018Q1包含了李宁YOUNG)；电商零售流水获得40%-50%低段增长(较2019Q3环比下降10PCT)；(2)从同店来看，2019Q4零售/经销同店分别为10%-20%高段增长/10%-20%中段增长，环比提升；电商同店增速为40%-50%低段增长、环比略低于Q3(40%-50%中段增长)。

6、分产品看，新品线下零售流水加速、取得20%-30%低段增长(其中单价提升高单位数)，但旧品增长更快、主要由于2019Q4加快去库存节奏。

2019年财年，毛利率为49.07%，同比上升1PCT，主要由于经销商发货折扣提高、以及直营销售折扣改善；净利率为10.8%，同比上升4PCT；扣非净利率为9.1%，同比上升2.3PCT。净利率提升主要来自毛利率提高1PCT、及费用率减少3PCT(销售费用率下降3.2PCT)，此外递延所得税减少贡献净利率提升1.4PCT。

2019年末存货为14.07亿元，同比增长13.5%；平均存货周转天数为68天，同比下降10天，库存状况和库存结构均得到优化；渠道库销比已持续5年改善，其中新品6个月售罄率提高超过4PCT、3个月售罄率提高超过2PCT。2019年末应收账款为9.45亿元，同比下降22%。

### 投资建议

我们认为，公司提前在2019Q4进行大幅去库存，提前释放了一部分经销商的库存风险，全年来看疫情的不确定影响仍较大，但不改公司长期趋势。公司未来增长在于：(1)费用率改善、提价和中高端产品占比提升带动毛利率提高共同贡献净利率提升空间，预计2020年净利率区间为10-10.5%；(2)线上业务有望维持高增长；(3)线下渠道结构不断优化，部分直营转经销店，从批发到注重终端流水增长，进一步渠道下沉。考虑到

疫情因素，将 20/21 年 EPS 从 0.72/0.9 元分别下调 10%/12%，预计公司 20/21/22 年 EPS 为 0.61/0.75/0.93 元，对应目前 PE 为 34/28/22 倍，维持“增持”评级。

### 风险提示

时尚运动流行趋势变化风险、库存积压恶化风险、终端折扣加大风险、电商增速放缓、系统性风险。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	10510.90	13869.63	14299.59	16317.26	18937.81
YoY (%)	18.41	31.95	3.10	14.11	16.06
归母净利润(百万元)	715.26	1,499.14	1501.46	1843.85	2272.54
YoY (%)	38.84	109.59	0.15	22.80	23.25
毛利率 (%)	48.07	49.07	49.37	49.81	50.26
每股收益(元)	0.29	0.61	0.61	0.75	0.93
市盈率	71.02	33.89	33.83	27.55	22.35

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：010-5166 5330

### 分析师与研究助理简介

唐爽爽：中国人民大学经济学硕士、学士，9年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券等，曾获得2014-2015年纺织服装行业新财富第1名团队。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。