

买入

2023 年业绩前瞻，不确定的环境下需时间调整

李宁 (2331.HK)

2024-1-18 星期四

投资要点

目标价: **20.80 港元**
 现价: 16.32 港元
 预计升幅: 27.5%

➤ 预计 23Q4 库存改善至合理水位，线下折扣改善，2H 利润率承压：

预计 23Q4，公司全渠道库存将改善至 4-4.5 个月（Q3 末为接近 5）。公司在 23H2 以来，主要以控制经销商新品采买（砍单）方式优化库存，过剩库存由公司 DTC 渠道消化。窜货的核心原因是供大于求，考虑到货品供给出货优化，以及公司对各事业部出货价及零售价的统一管控，预计窜货有所缓和，并带动 4Q 线下折扣改善低单位数。因此，预计 23H2 收入端受批发砍单拖累，不利的经营杠杆或导致 2H 费用率相对偏高，利润率承压。

重要数据

日期	2024/1/17
收盘价 (港元)	16.32
总股本 (亿股)	26.25
总市值 (亿港元)	428.5
净资产 (亿港元)	275.1
总资产 (亿港元)	371.8
52 周高低 (港元)	82.70/ 16.06
每股净资产 (港元)	10.58

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

➤ 展望 2024 年，预计在不确定的大环境下李宁公司需时间调整：

2024 年消费环境不确定性仍存，运动行业或面临竞争加剧风险。国际及本土品牌大多表示将拓宽价格带，加强性价比产品和大众市场布局。预计公司仍需 1-2 个季度(对应 24H1)的时间以充分优化其终端渠道健康度，并为下沉市场拓展作产品组合和渠道上的准备和布局。

➤ 如何看待当前时点的李宁公司估值，我们的观点：

(1) 当前李宁公司对应 FY24E 动态估值约 10-11 倍，估值变动与未来 2-3 年增速中枢强相关。我们认为可从运动行业成长空间、公司能否持续提升份额并取得优于行业的增长(例如 10-15%)、盈利能力波动性及确定性来考虑。

(2) 行业角度，受益于穿着场景多元化和居民健康意识提升，运动鞋服渗透率仍会提升，预计行业未来 3 年 CAGR 保持中高单位数，且快于 GDP 增长。

(3) 公司角度，随着李宁全渠道库存逐步改善至合理水位(4-4.5)，渠道管理效率、执行力重要性凸显。原因是当前阶段，运动鞋中底科技进入发展瓶颈期，以中底和外观微创新为主，产品革命性创新相对有限。而过往数年，公司核心竞争力在于产品创新和体育基因，19 年前优衣库高管的加入亦为公司带来零售思维的转变。因此，若公司产品力保持一贯水准，我们认为当前阶段管理效率和执行力更为重要。重点观察公司在库存改善、高线城市渠道效率提升、产品组合饱满度、下沉市场拓展的兑现度和转折点。

➤ 维持买入评级，目标价 20.80 港元：

预计 23E 至 25E 营收分别为 276/300/334 亿元，同比+7.0%/+8.7%/+11.3%；净利润分别为 32.1/35.6/40.6 亿元，同比 -21.0%/+10.8%/+13.9%。维持买入评级，目标价 20.80 港元，目标价对应 24E PE 约 14 倍。

人民币百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	22,572	25,803	27,607	29,997	33,382
同比增长 (%)	56.1%	14.3%	7.0%	8.7%	11.3%
毛利率	53.0%	48.4%	47.9%	48.1%	48.2%
归母净利润	4,011	4,064	3,212	3,559	4,055
同比增长 (%)	136.1%	1.3%	-21.0%	10.8%	13.9%
归母净利润率	17.8%	15.7%	11.6%	11.9%	12.1%
每股盈利	1.60	1.55	1.23	1.36	1.55
PE@16.32HKD	9.3	9.6	12.1	10.9	9.6

数据来源: wind、公司公告、国元证券经纪 (香港) 预测

主要股东

Viva China Holdings Ltd	10.29%
BlackRock, Inc.	5.96%

相关报告

李宁 (2331.HK) 更新报告：及时
 回应库存管理担忧，信心提升-
 20231103

研究部

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

报告正文

➤ 预计 23Q4 库存改善至合理水位，线下折扣改善，2H 利润率承压：

预计 23Q4，公司全渠道库存将改善至 4-4.5 个月（Q3 末为接近 5）。公司在 23H2 以来，主要以控制经销商新品采买（砍单）方式优化库存，过剩库存由公司 DTC 渠道进行消化。窜货的核心原因是供大于求，考虑到货品供给出货优化，以及公司对各事业部出货价及零售价的统一管控，预计窜货有所缓和，并带动 4Q 线下折扣改善低单位数。因此，预计 23H2 收入端受批发砍单拖累，不利的经营杠杆或导致 2H 费用率相对偏高，利润率承压。

➤ 展望 2024 年，预计在不确定的大环境下李宁公司需时间调整：

2024 年消费环境不确定性仍存，运动行业或面临竞争加剧风险。国际及本土品牌大多表示将拓宽价格带，加强性价比产品和大众市场布局。预计公司仍需 1-2 个季度(对应 24H1)的时间以充分优化其终端渠道健康度，并为下沉市场拓展作产品组合和渠道上的准备和布局。

➤ 如何看待当前时点的李宁公司估值，我们的观点：

(1) 当前李宁公司对应 FY24E 动态估值约 10-11 倍，估值变动与未来 2-3 年增速中枢强相关。我们认为可从运动行业成长空间、公司能否持续提升份额并取得优于行业的增长(例如 10-15%)、盈利能力波动性及确定性来考虑。

(2) 行业角度，受益于穿着场景多元化和居民健康意识提升，运动鞋服渗透率仍会提升，预计行业未来 3 年 CAGR 保持中高单位数，且快于 GDP 增长。

(3) 公司角度，随着李宁全渠道库存逐步改善至合理水位(4-4.5)，渠道管理效率、执行力重要性凸显。原因是当前阶段，运动鞋中底科技进入发展瓶颈期，以中底和外观微创新为主，产品革命性创新相对有限。而过往数年，公司核心竞争力在于产品创新和体育基因，19 年前优衣库高管的加入亦为公司带来零售思维的转变。因此，若公司产品力保持一贯水准，我们认为当前阶段管理效率和执行力更为重要。重点观察公司在库存改善、高线城市渠道效率提升、产品组合饱满度、下沉市场拓展的兑现度和转折点。

➤ 维持买入评级，目标价 20.80 港元：

预计 23E 至 25E 营收分别为 276/ 300/ 334 亿元，同比+7.0%/ + 8.7%/ +11.3%；净利润分别为 32.1/ 35.6/ 40.6 亿元，同比 -21.0%/ +10.8%/ +13.9%。维持买入评级，目标价 20.80 港元，目标价对应 24E PE 约 14 倍。

风险提示:

消费需求波动、行业竞争格局恶化、零售运营管控不及预期、库存改善不及预期等。

表 1: 李宁零售流水增长

流水	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3
整体	+ 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	+ 10%-20% 中段	+ 中单位数
线下	+ 30-40% 高段	+ 20-30% 高段	+ 20-30% 中段	-高单	+ 10-20% 中段	- 10-20% 高段	+ 高单 位数	+ 10%-20% 高段	+ 高单位数
零售	+ 30-40% 中段	+ 20-30% 高段	+ 30-40% 中段	-高单	+ 20-30% 低段	- 10-20% 中段	+ 10-20% 中段	+ 20%-30% 高段	+ 20-30% 低段
批发	+ 30-40% 高段	+ 20-30% 高段	+ 20-30% 低段	-高单	+ 10-20% 低段	- 20-30% 低段	+ 中单 位数	+ 10%-20% 中段	+ 低单位数
电商	+ 50-60% 中段	+ 40-50% 低段	+ 30-40% 中段	+中单	+ 20-30% 中段	+中单 位数	- 10-20% 低段	+ 10%-20% 低段	- 低单位数

23H1 零售流水增长: 整体平台同比+低双位数, 其中线下+低双位数 (零售+22%, 批发+高单位数), 电商 +低单位数

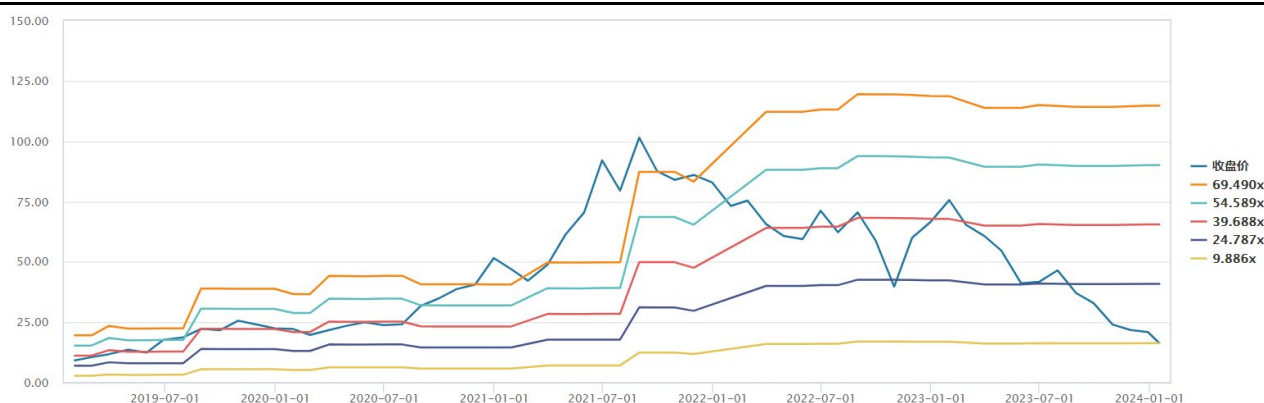
资料来源: 公司公告、国元证券经纪 (香港) 整理

表 2: 李宁同店销售增长 (SSSG)

SSSG	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3
整体	+ 20-30% 高段	+ 20-30% 低段	+ 20-30% 低段	- 10-20% 低段	+ 高单 位数	-高双	-高单	+ 低单位数	-中单位数
线下	+ 20-30% 中段	+ 20-30% 低段	+ 10-20% 中段	- 10-20% 高段	+ 高单 位数	-低 20%	- 低单	+ 低单位数	/
零售	+ 30-40% 低段	+ 20-30% 中段	+ 20-30% 中段	-10-20% 高段	+ 中单 位数	-高 20%	- 低单	+ 高单位数	+中单位数
批发	+ 20-30% 中段	+ 10-20% 高段	+ 10-20% 低段	- 10-20% 高段	+ 高单 位数	-低 20%	- 低单	+ 低单位数	-20-30% 低段
电商	+ 30-40% 中段	+ 20-30% 高段	+ 30-40% 中段	+低单 位数	+ 10-20% 中段	-低单 位数	- 20-30% 低段	+ 低单位数	-低单位数

23H1 同店销售增长: 整体平台同比-低单位数, 其中线下持平 (零售+中单位数, 批发-低单位数), 电商 -低双位数

资料来源: 公司公告、国元证券经纪 (香港) 整理

图 1: 李宁 PE band (TTM)


资料来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

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	15,111	18,125	21,544	
现金	14,745	7,382	9,419	11,636	14,122	
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	36,688	40,047	43,834	
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	
应付负债及其他应付	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	26,518	29,010	31,848	
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	26,580	29,072	31,910	
负债及权益合计	30,275	33,647	36,688	40,047	43,834	

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	4,282	4,746	5,407	
折旧摊销	1,091	1,393	2,677	2,788	2,904	
营运资金变动	826	-1,133	-147	-220	-312	
所得税	-456	-1,316	-1,071	-1,186	-1,352	
经营活动现金流	6,525	3,914	4,809	5,169	5,663	
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	-716	-790	-906	
现金净增加额	7,583	-7,455	2,037	2,217	2,485	
现金期初金额	7,187	14,745	7,382	9,419	11,636	
现金期末金额	14,745	7,382	9,419	11,636	14,122	

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	27,607	29,997	33,382	
营业成本	-10,603	-13,319	-14,383	-15,568	-17,292	
毛利	11,969	12,485	13,224	14,428	16,090	
销售费用	-6,138	-7,314	-8,337	-8,999	-9,881	
管理费用	-1,111	-1,113	-1,242	-1,320	-1,435	
其他收益	400	805	300	300	300	
营业利润	5,136	4,887	3,944	4,410	5,074	
财务收入/(费用)净额	33	327	138	136	134	
权益法核算的投资收益	159	201	200	200	200	
除税前溢利	5,328	5,415	4,282	4,746	5,407	
所得税	-1,317	-1,351	-1,071	-1,186	-1,352	
净利润	4,011	4,064	3,212	3,559	4,055	
少数股东损益	0	0	0	0	0	
归属于母公司净利润	4,011	4,064	3,212	3,559	4,055	
EPS (元)	1.60	1.55	1.23	1.36	1.55	

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%	7.0%	8.7%	11.3%
营业利润yoy	133.9%	-4.9%	-19.3%	11.8%	15.1%
归母净利润yoy	136.1%	1.3%	-21.0%	10.8%	13.9%
盈利能力					
毛利率	53.0%	48.4%	47.9%	48.1%	48.2%
营业利润率	22.8%	18.9%	14.3%	14.7%	15.2%
净利率	17.8%	15.7%	11.6%	11.9%	12.1%
ROA	17.9%	12.7%	9.1%	9.3%	9.7%
ROE	26.9%	17.9%	12.6%	12.8%	13.3%
偿债能力					
资产负债率	30.3%	27.7%	27.6%	27.4%	27.2%
负债权益比	43.5%	38.3%	38.0%	37.8%	37.4%
流动比率	2.0	1.3	1.5	1.7	1.8
营运能力					
存货周转天数	54	58	67	74	80
应收帐款天数	13	14	14	14	14
每股资料 (元)					
每股收益	1.60	1.55	1.23	1.36	1.55
每股净资产	8.4	9.3	10.2	11.1	12.2
估值比率					
PE@16.32HKD	9.3	9.6	12.1	10.9	9.6
PB	1.8	1.6	1.5	1.3	1.2

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>