

## 买入

## 库存如期改善，指引审慎但不必悲观

### 李宁 (2331.HK)

2024-3-25 星期一

### 投资要点

目标价：**26.10 港元**  
 现价：20.45 港元  
 预计升幅：27.6%

➤ 23 年业绩符合预期，库存如期改善，全年派息率 45%：

于 2023 年，公司流水同比增低双位数，收入同比+7.0%至 276 亿元（其中 1H/2H 收入分别+13.0%/+1.4%，2H 批发渠道拖累整体收入增长）。净利润同比-21.6%至 31.87 亿元，扣非净利润为 30.5 亿元。全年线下折扣略改善，其中直营折扣改善低单位数而电商折扣加深，整体毛利率持平至 48.4%。不利的经营杠杆导致费用率提升，销售费用率/管理费用率同比分别+4.6pp/0.2pp 至 32.9%/4.6%。扣非净利率为 11.0%，去年同期为 15.7%。

### 重要数据

日期	2024/3/22
收盘价 (港元)	20.45
总股本 (亿股)	25.84
总市值 (亿港元)	528.5
净资产 (亿港元)	269.3
总资产 (亿港元)	377.5
52 周高低 (港元)	65.00/ 14.94
每股净资产 (港元)	10.24

数据来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

分渠道，全年线下直营/批发/电商收入同比+29%/+1%/+1%，1H/2H 的批发收入为+14%/ -11%。23H2 批发收入下滑主因公司策略性控制对经销商的发货节奏，以优化渠道库存。2023 年末库销比改善超预期，期末全渠道库销比为 3.6 个月（23Q3 为接近 5），库龄 6 个月以下的新品占 87%。

➤ 2024 年指引审慎，预计公司仍需时间调整，但不必太悲观：

公司对 FY24 指引审慎，收入指引为中单位数增长，利润率保持在双位数。我们认为，公司仍需时间调整及进行渠道提效，但不必太悲观，原因在于：  
 (1) 库存已如期改善。23 期末全渠道库存 3.6 个月，而 21 年末为 3.9 个月；  
 (2) 23 年业绩呈现出公司对直营的良好掌控力；批发窜货在有条不紊解决中。公司已完成高层级市场布局，其将在中长期利好李宁品牌影响力。23 年公司在核心商业体店铺的进驻率提升至 90%。直营方面，23 年直营 SSSG 为低双增长（而批发 SSSG 为低单下滑），且去库背景下直营仍实现低单位数折扣改善。批发方面，窜货核心原因是供大于求，23H2 公司已策略性控制批发发货，管理层表示到 24Q2 将对核心 58 款鞋（占比 53%）全面管控。  
 (3) 专业性能产品竞争力是运动品牌长青之根基，公司大单品 IP 畅销展现消费者对品牌专业产品的认可。23 年超轻+赤兔+飞电全年销量超 900 万双。

➤ 维持买入评级，目标价 26.10 港元：

**我们的观点：**预计公司在 24H1 仍需时间以充分优化其渠道健康度，并为下沉市场拓展作产品和渠道布局。23 年末公司库存如期改善，重点观察公司在窜货控制、高线渠道效率提升、产品组合饱满度、下沉市场拓展的兑现度。预计 23E 至 25E 营收分别为 293.7/ 324.5/ 353.8 亿元，同比+6.4%/ +10.5%/ +9.0%；净利润分别为 33.4/ 38.4/ 43.5 亿元，同比+4.7%/ +14.9%/ +13.3%。维持买入评级，目标价 26.10 港元，目标价对应 24E PE 约 18 倍。

人民币百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	25,803	27,598	29,368	32,448	35,379
同比增长 (%)	14.3%	7.0%	6.4%	10.5%	9.0%
毛利率	48.4%	48.4%	48.8%	49.3%	49.8%
归母净利润	4,064	3,187	3,336	3,835	4,347
同比增长 (%)	1.3%	-21.6%	4.7%	14.9%	13.3%
归母净利润率	15.7%	11.5%	11.4%	11.8%	12.3%
每股盈利	1.55	1.23	1.29	1.48	1.68
PE@20.45HKD	12.0	15.1	14.4	12.6	11.1

数据来源：wind、公司公告、国元证券经纪（香港）预测

### 重要数据

日期	2024/3/22
收盘价 (港元)	20.45
总股本 (亿股)	25.84
总市值 (亿港元)	528.5
净资产 (亿港元)	269.3
总资产 (亿港元)	377.5
52 周高低 (港元)	65.00/ 14.94
每股净资产 (港元)	10.24

数据来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

### 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：2023 年业绩前瞻，不确定的环境下需时间调整-20240118

### 研究部

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

## 报告正文

### ➤ 23 年业绩符合预期，库存如期改善，全年派息率 45%：

于 2023 年，公司流水同比增低双位数，收入同比+7.0%至 276 亿元（其中 1H/2H 收入分别+13.0%/+1.4%，2H 批发渠道拖累整体收入增长）。净利润同比-21.6%至 31.87 亿元，扣非净利润为 30.5 亿元。全年线下折扣略改善，其中直营折扣改善低单位数而电商折扣加深，整体毛利率持平至 48.4%。不利的经营杠杆导致费用率提升，销售费用率/管理费用率同比分别+4.6pp/0.2pp 至 32.9%/4.6%。扣非净利润率为 11.0%，去年同期为 15.7%。

分渠道，全年线下直营/批发/电商收入同比+29%/+1%/+1%，1H/2H 的批发收入为 +14%/-11%。23H2 批发收入下滑主因公司策略性控制对经销商的发货节奏，以优化渠道库存。截至 2023 年末，库销比改善超预期，期末全渠道库销比为 3.6 个月（23Q3 为接近 5），库龄 6 个月以下的新品占 87%。

### ➤ 2024 年指引审慎，预计公司仍需时间调整，但不必太悲观：

公司对 FY24 指引审慎，收入指引为中单位数增长，利润率保持在双位数。我们认为，公司仍需时间调整及进行渠道提效，但不必太悲观，原因在于：

(1) 库存已如期改善。23 期末全渠道库存 3.6 个月，而 21 年末为 3.9 个月；

(2) 23 年业绩呈现出公司对直营的良好掌控力；批发窜货在有条不紊解决中。公司已完成高层级市场布局，其将在中长期利好李宁品牌影响力。23 年公司在核心商业体店铺的进驻率提升至 90%。直营方面，23 年直营 SSSG 为低双增长（而批发 SSSG 为低单下滑），且去库背景下直营仍实现低单位数折扣改善。批发方面，窜货核心原因是供大于求，23H2 公司已策略性控制批发发货，管理层表示到 24Q2 将对核心 58 款鞋（占比 53%）全面管控。

(3) 专业性能产品竞争力是运动品牌长青之根基，公司大单品 IP 畅销展现消费者对品牌专业产品的认可。23 年超轻+赤兔+飞电全年销量超 900 万双。

### ➤ 维持买入评级，目标价 20.80 港元：

**我们的观点：**预计公司在 24H1 仍需时间以充分优化其渠道健康度，并为下沉市场拓展作产品和渠道布局。23 年末公司库存如期改善，重点观察公司在窜货控制、高线渠道效率提升、产品组合饱满度、下沉市场拓展的兑现度。

预计 23E 至 25E 营收分别为 293.7/ 324.5/ 353.8 亿元，同比+6.4%/ +10.5%/ +9.0%；净利润分别为 33.4/ 38.4/ 43.5 亿元，同比+4.7%/ +14.9%/ +13.3%。维持买入评级，目标价 26.10 港元，目标价对应 24E PE 约 18 倍。

**附表：**
**表 1：李宁零售流水增长**

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

**2023 全年零售流水增长：**

整体平台同比+10-20%低段，其中线下+10-20%中段（零售+29%，批发+10-20%低段），电商直营+低单位数。

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

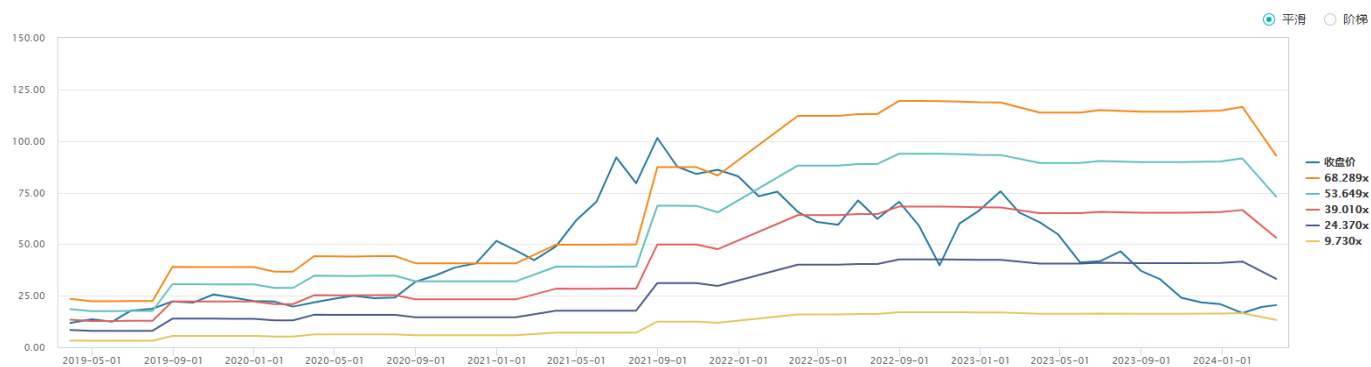
**表 2：李宁同店销售增长（SSSG）**

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

**2023 全年 SSSG：**整体平台同比-低单位数，其中线下+低单位数（零售+10-20%低段，批发-低单位数），电商-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 PE band (TTM)



资料来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

**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。

**财务报表摘要**

资产负债表					
单位: 百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>12,395</b>	<b>13,653</b>	<b>15,937</b>	<b>18,549</b>	<b>21,501</b>
现金	7,382	5,444	7,007	8,776	10,742
应收账款	1,020	1,206	1,326	1,459	1,605
其他资产即期部分	832	838	922	1,014	1,116
存货	2,428	2,493	2,992	3,590	4,308
其他	733	3,672	3,690	3,710	3,731
<b>非流动资产</b>	<b>21,252</b>	<b>20,555</b>	<b>20,935</b>	<b>21,338</b>	<b>21,767</b>
物业、厂房及设备	3,235	4,124	4,330	4,547	4,774
有使用权资产	2,022	2,184	2,228	2,272	2,318
递延税项资产	693	801	881	969	1,066
无形资产和土地使用权	376	376	402	431	462
其他	14,925	13,070	13,094	13,120	13,148
<b>资产总计</b>	<b>33,647</b>	<b>34,208</b>	<b>36,872</b>	<b>39,887</b>	<b>43,269</b>
<b>流动负债</b>	<b>7,241</b>	<b>7,268</b>	<b>7,845</b>	<b>8,474</b>	<b>9,159</b>
应付账款	1,584	1,790	1,879	1,973	2,072
合同负债	252	553	580	609	640
应计负债及其他应付	3,649	3,256	3,516	3,797	4,101
应交税费	1,037	915	1,007	1,107	1,218
其他	718	755	863	986	1,128
<b>非流动负债</b>	<b>2,074</b>	<b>2,533</b>	<b>2,785</b>	<b>3,063</b>	<b>3,368</b>
递延所得税负债	519	627	690	759	835
租赁负债	1,474	1,825	2,008	2,209	2,429
其他	81	80	87	95	104
<b>负债合计</b>	<b>9,315</b>	<b>9,801</b>	<b>10,630</b>	<b>11,536</b>	<b>12,528</b>
股本	240	240	240	240	240
储备	24,270	25,205	27,040	29,149	31,540
少数股东权益	2	0	0	0	0
股份奖励计划所持股份	-181	-1,038	-1,038	-1,038	-1,038
<b>股东权益合计</b>	<b>24,332</b>	<b>24,407</b>	<b>26,241</b>	<b>28,351</b>	<b>30,741</b>
<b>负债及权益合计</b>	<b>33,647</b>	<b>34,208</b>	<b>36,872</b>	<b>39,887</b>	<b>43,269</b>
<b>现金流量表</b>					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>除税前溢利</b>	<b>5,415</b>	<b>4,256</b>	<b>4,448</b>	<b>5,113</b>	<b>5,796</b>
折旧摊销	1,393	1,833	1,911	1,982	2,056
营运资金变动	-1,133	-327	-202	-283	-383
所得税	-1,316	-1,069	-1,112	-1,278	-1,449
<b>经营活动现金流</b>	<b>3,914</b>	<b>4,688</b>	<b>4,334</b>	<b>4,831</b>	<b>5,327</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-9,481</b>	<b>-2,449</b>	<b>-1,270</b>	<b>-1,336</b>	<b>-1,405</b>
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-1,887</b>	<b>-4,217</b>	<b>-1,501</b>	<b>-1,726</b>	<b>-1,956</b>
现金净增加额	-7,455	-1,978	1,563	1,769	1,966
现金期初金额	14,745	7,382	5,444	7,007	8,776
现金期末金额	7,382	5,444	7,007	8,776	10,742

利润表					
单位: 百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>25,803</b>	<b>27,598</b>	<b>29,368</b>	<b>32,448</b>	<b>35,379</b>
营业成本	-13,319	-14,246	-15,037	-16,451	-17,760
毛利	12,485	13,352	14,332	15,997	17,619
销售费用	-7,314	-9,080	-9,427	-10,319	-11,180
管理费用	-1,113	-1,256	-1,333	-1,428	-1,557
其他收益	805	524	500	500	500
<b>营业利润</b>	<b>4,887</b>	<b>3,559</b>	<b>4,071</b>	<b>4,751</b>	<b>5,383</b>
财务收入/(费用)净额	327	319	147	162	212
权益法核算的投资收益	201	378	230	200	200
<b>除税前溢利</b>	<b>5,415</b>	<b>4,256</b>	<b>4,448</b>	<b>5,113</b>	<b>5,796</b>
所得税	-1,351	-1,069	-1,112	-1,278	-1,449
净利润	4,064	3,187	3,336	3,835	4,347
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>4,064</b>	<b>3,187</b>	<b>3,336</b>	<b>3,835</b>	<b>4,347</b>
<b>EPS (元)</b>	<b>1.55</b>	<b>1.23</b>	<b>1.29</b>	<b>1.48</b>	<b>1.68</b>

**主要财务比率**

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长性</b>					
营业收入yoy	14.3%	7.0%	6.4%	10.5%	9.0%
营业利润yoy	-4.9%	-27.2%	14.4%	16.7%	13.3%
归母净利润yoy	1.3%	-21.6%	4.7%	14.9%	13.3%
<b>盈利能力</b>					
毛利率	48.4%	48.4%	48.8%	49.3%	49.8%
营业利润率	18.9%	12.9%	13.9%	14.6%	15.2%
净利率	15.7%	11.5%	11.4%	11.8%	12.3%
ROA	12.7%	9.4%	9.4%	10.0%	10.5%
ROE	17.9%	13.1%	13.2%	14.0%	14.7%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	27.7%	28.7%	28.8%	28.9%	29.0%
负债权益比	38.3%	40.2%	40.5%	40.7%	40.8%
流动比率	1.3	1.4	1.5	1.6	1.7
<b>营运能力</b>					
存货周转天数	58	63	66	72	80
应收帐款天数	14	15	16	15	16
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	1.55	1.23	1.29	1.48	1.68
每股净资产	9.3	9.4	10.1	11.0	11.9
<b>估值比率</b>					
PE@20.45HKD	12.0	15.1	14.4	12.6	11.1
PB	2.0	2.0	1.8	1.7	1.6



# 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>