



李宁(2331.HK): 全年指引面临挑战, 但健康的渠道库存才是可持续发展的基石; 下调目标价

考虑到 4Q22 疫情对线下流水带来较大影响, 我们预计李宁要做到年初宣布的全年收入与净利率指引阻力很大。然而, 与能否完成业绩指引相比, 健康的渠道库存水平与库龄结构、可控的促销力度、优质的品牌形象、不断优化的零售能力, 才是市场短期更应该关注的重点。

- 4Q22 零售流水与折扣率趋势:** 受疫情期间闭店的影响, 我们估计 11 月线下流水截止目前同比下滑 10-20% (10 月同比个位数下滑)。在疫情没有明显好转的情况下, 我们预计 12 月线下流水大概率维持 11 月的趋势。线下零售折扣 (包括 outlet 店) 4Q22 截止目前大概维持在 6-7 折的中段, 基本与 3Q22 持平, 但相比 1H22 有所加深。直营店铺的折扣率要深于批发店铺, 主要系直营店铺需要担负清库存的重任。双十一的 GMV 同比增长 10-20% 中段。管理层表示“双十一”后, 线上流水增速并未出现明显的放缓。更令人欣慰的是, 11 月的线上折扣并未因“双十一”而有所恶化。这很大程度上归功于李宁 (基于较为健康的渠道库存) 于“双十一”期间相对理性的促销力度。
- 2022 全年收入指引面临较大的挑战:** 尽管李宁大货 4Q22 的流水表现面对较大阻力, 但考虑到李宁 Young 与品牌集合店的流水依然维持较快增速, 我们预计李宁公司 2H22 的整体收入表现依然会优于大货流水。然而由于 2H21 末的批发渠道库存高于 1H21 末, 我们预计 2H22 收入与流水增速之间的差异相比 1H22 将有所收窄。在这一前提下, 我们认为李宁要想做到年初宣布的全年收入指引 (high-teen 至 low-twenty 同比增长) 具有较大的难度。
- 2022 净利润率有压力:** 2H22 零售折扣同比 2H21 有所加深。然而, 新品占比的升高有望同比提升公司整体的吊牌价水平, 从而部分抵消零售折扣加深对毛利率带来的负面影响。我们预计李宁 2H22 毛利率同比小幅收窄, 环比基本持平。在收入增速放缓的情况下, 费用率继续收窄的空间有限。我们预计 2H22 净利率基本同比持平, 而 2023 年全年净利率有望达到 17% 左右。展望 2023 年, 零售折扣的逐渐改善是利润率提升的最大驱动力。
- 维持李宁行业首选:** 尽管短期业绩面对压力, 但李宁的基本面无疑在中国运动服饰行业中保持领先地位。强大的品牌力与相对更健康的渠道库存使李宁进入 2023 年后将处于相对有利位置。出于审慎考虑, 我们下调公司未来三年收入与利润预测, 下调目标价至 77.0 港币。
- 投资风险:** 行业需求放缓、国内品牌竞争大于预期、疫情的反复。

图表 1: 盈利预测和财务指标

百万人民币	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	14,457	22,572	26,430	31,784	37,271
同比变动 (%)	4.2%	56.1%	17.1%	20.3%	17.3%
归母净利润	1,698	4,011	4,533	5,611	6,890
同比变动 (%)	13.3%	136.1%	13.0%	23.8%	22.8%
PE (X)	75.3	32.3	28.2	22.8	18.5
ROE (%)	21.5%	26.9%	20.2%	21.9%	23.3%

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

林闲嘉

消费分析师
richard_lin@spdbi.com
(852) 2808 6433

桑若楠, CFA

助理分析师
serena_sang@spdbi.com
(852) 2808 6439

2022 年 11 月 29 日

评级

买入

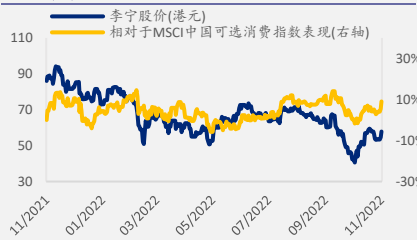
目标价 (港元)	77.0
潜在升幅/降幅	+33.0%
目前股价 (港元)	57.9
52 周内股价区间 (港元)	39.8-96.00
总市值 (百万港元)	151,900
近 3 月日均成交额 (百万港元)	1,063.0

注: 截至 2022 年 11 月 29 日收盘价

市场预期区间



股价表现



扫码关注浦银国际研究

财务报表分析与预测 - 李宁

利润表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	14,457	22,572	26,430	31,784	37,271
同比	4.2%	56.1%	17.1%	20.3%	17.3%
销售成本	-7,363	-10,603	-13,173	-15,228	-17,395
毛利	7,094	11,969	13,257	16,556	19,877
毛利率	49.1%	53.0%	50.2%	52.1%	53.3%
销售费用	-4,425	-6,138	-7,069	-8,441	-9,868
管理费用	-836	-1,095	-1,241	-1,504	-1,758
其他经营收入及收益(损失)	362	400	700	500	500
经营溢利	2,196	5,136	5,647	7,111	8,751
经营利润率	15.2%	22.8%	21.4%	22.4%	23.5%
净融资成本	-32	33	184	195	258
税前溢利	2,248	5,328	6,004	7,482	9,187
所得税开支	-549	-1,317	-1,471	-1,870	-2,297
所得税率	24.4%	24.7%	24.5%	25.0%	25.0%
少数股东权益	0	0	0	0	0
归母净利润	1,698	4,011	4,533	5,611	6,890
归母净利率	11.7%	17.8%	17.1%	17.7%	18.5%
同比	13.3%	136.1%	13.0%	23.8%	22.8%

现金流量表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
除所得税前溢利	2,248	5,328	6,004	7,482	9,187
折旧	967	1,051	612	762	918
摊销	61	90	43	46	49
融资开支净额	-87	-125	-251	-262	-325
其他	22	-188	0	0	0
未计营运资金变动前之经营溢利	3,211	6,156	6,408	8,027	9,829
存货减少/(增加)	81	-408	-717	-389	-410
应收贸易款项(增加)/减少	-4	-285	-401	-264	-271
其他应收款项减少/(增加)	-68	-345	-53	-27	-27
应付贸易款项(减少)/增加	-121	372	747	366	386
其他应付款项及应计费用增加	253	1,492	468	910	933
受限制银行存款减少/(增加)	0	0	0	0	0
已付所得税	-589	-456	-1,471	-1,870	-2,297
经营活动所得(所用)现金净额	2,763	6,525	4,981	6,754	8,144
购入物业、机器及设备	-594	-985	-1,000	-1,000	-1,080
购入土地使用权	-94	-913	4	4	4
购入无形资产	-152	-43	-46	-46	-49
已收利息	169	224	261	272	335
其他	-320	-4,822	401	0	0
投资活动所用现金净额	-992	-6,539	-380	-770	-790
股份发行	189	8,667	0	0	0
为限制性股份奖励计划而购入之股份	0	0	0	0	0
新增借贷	0	0	0	0	0
偿还借贷	0	0	0	0	0
已付股利	-378	-515	-1,883	-1,975	-2,436
已付利息	0	0	-10	-10	-10
其他	-325	-556	1	0	0
融资活动(所用)所得现金净额	-513	7,596	-1,892	-1,985	-2,446
现金及现金等价物变动	1,258	7,583	2,709	3,999	4,907
于年初的现金及现金等价物	5,961	7,187	14,745	17,454	21,453
现金及现金等价物汇兑差额	-33	-25	0	0	0
于年末的现金及现金等价物	7,187	14,745	17,454	21,453	26,360

资产负债表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
物业、机器及设备	1,065	1,626	2,014	2,252	2,413
使用权资产	1,066	1,333	1,333	1,333	1,333
土地使用权	166	163	159	155	151
无形资产	191	188	190	190	190
其他	2,329	8,294	8,294	8,294	8,294
非流动资产	4,817	11,603	11,989	12,223	12,381
存货	1,346	1,773	2,490	2,879	3,288
应收贸易款项	659	903	1,303	1,567	1,838
其他应收款项—即期部分	65	79	132	159	186
受限制银行存款	1	1	0	0	0
现金及等同现金项目	7,187	14,745	17,454	21,453	26,360
其他	519	771	771	771	771
流动资产	9,777	18,672	22,150	26,829	32,444
应付贸易款项	1,227	1,599	2,346	2,712	3,098
租赁负债—即期部分	361	367	367	367	367
其他应付款项及应计费用	2,501	4,025	4,493	5,403	6,336
当期所得税负债	592	1,308	1,308	1,308	1,308
其他	334	405	405	405	405
流动负债	5,015	7,704	8,919	10,195	11,514
租赁负债	689	956	956	956	956
其他	201	510	510	510	510
非流动负债	889	1,467	1,467	1,467	1,467
股本	228	239	239	239	239
储备	8,459	20,863	23,512	27,149	31,603
非控制性权益	3	3	3	3	3
权益	8,689	21,104	23,754	27,390	31,844

财务和估值比率

(人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
每股数据(人民币)					
摊薄每股收益	0.68	1.58	1.81	2.24	2.75
每股销售额	5.76	8.89	10.54	12.68	14.87
每股股息	0.20	0.47	0.72	0.90	1.10
同比变动					
收入	4.2%	56.1%	17.1%	20.3%	17.3%
经营溢利	42.3%	133.9%	9.9%	25.9%	23.1%
归母净利润	13.3%	136.1%	13.0%	23.8%	22.8%
摊薄每股收益	33.3%	133.6%	14.5%	23.8%	22.8%
费用与利润率					
毛利率	49.1%	53.0%	50.2%	52.1%	53.3%
经营利润率	15.2%	22.8%	21.4%	22.4%	23.5%
归母净利率	11.7%	17.8%	17.1%	17.7%	18.5%
回报率					
平均股本回报率	21.5%	26.9%	20.2%	21.9%	23.3%
平均资产回报率	12.5%	17.9%	14.1%	15.3%	16.4%
资产效率					
库存周转天数	68	54	69	69	69
应收账款周转天数	17	13	18	18	18
应付账款周转天数	64	49	65	65	65
财务杠杆					
流动比率(x)	1.9	2.4	2.5	2.6	2.8
速动比率(x)	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
现金比率(x)	1.4	1.9	2.0	2.1	2.3
负债/权益(%)	67.9%	43.5%	43.7%	42.6%	40.8%
估值					
市盈率(x)	75.3	32.3	28.2	22.8	18.5
市销率(x)	8.9	5.7	4.8	4.0	3.4
股息率	0.4%	0.8%	1.2%	1.5%	1.9%

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 2: SPDBI 财务预测变动

(人民币百万)	2022E	2023E	2024E
营业收入			
旧预测	27,214	33,831	40,259
新预测	26,430	31,784	37,271
变动	-2.9%	-6.0%	-7.4%
净利润			
旧预测	4,745	6,299	7,888
新预测	4,533	5,611	6,890
变动	-7.7%	-13.8%	-14.9%

E=浦银国际预测

资料来源: 浦银国际

图表 3: 运动服饰企业估值表

股份代号	公司名称	股价 (LC)	市值 (百万美元)	PE (x)			EPS 增速 (%)			EV/EBITDA (x)		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
运动服饰品牌												
NKE US Equity	耐克公司	105.0	164,219.5	32.0	31.2	25.7	(13.8)	2.4	21.4	24.1	23.3	19.3
ADS GR Equity	阿迪达斯公司	123.4	24,625.8	43.9	23.8	16.2	(63.2)	84.5	46.7	14.0	10.6	8.8
2020 HK Equity	安踏体育	87.7	30,449.0	26.0	19.7	17.0	8.4	32.1	15.7	15.5	11.6	9.8
2331 HK Equity	李宁	57.9	19,445.9	28.2	22.8	18.5	14.5	23.8	22.8	17.5	13.4	10.4
UAA US Equity	安德玛公司	9.4	3,963.2	N/A	21.7	14.8	N/A	N/A	46.9	N/A	8.5	6.8
1368 HK Equity	特步国际	8.5	2,865.8	17.9	15.0	12.0	15.8	19.7	25.0	10.2	8.6	7.0
1361 HK Equity	361 度	3.3	870.8	8.4	7.2	6.5	24.0	16.3	12.1	2.2	2.0	1.8
FILA IM Equity	Fila 股份公司	6.8	303.9	8.6	7.6	7.0	(20.3)	14.0	7.8	7.1	6.6	6.2
平均值				31.8	27.9	22.7				21.2	19.3	15.9

李宁、安踏 E=浦银国际; 其余 E=Bloomberg; 注: 截至 2022 年 11 月 29 日收盘价;

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 4: SPDBI 目标价: 李宁



注: 股价截至 2022 年 11 月 29 日收盘价; 资料来源: Bloomberg、浦银国际

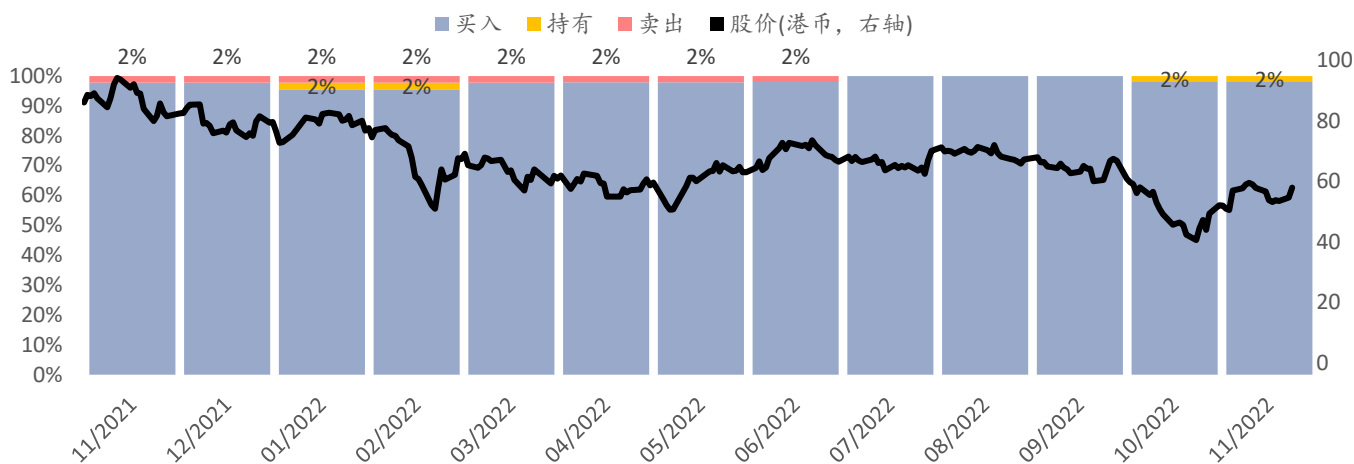
图表 5: 浦银国际消费行业公司覆盖

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	57.9	买入	77.0	2022 年 11 月 29 日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	87.7	买入	119.0	2022 年 4 月 18 日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.5	买入	1.1	2022 年 5 月 13 日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	4.7	买入	5.6	2022 年 10 月 26 日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	5.3	持有	6.0	2022 年 3 月 30 日	现制茶饮
291.HK Equity	华润啤酒	51.6	买入	70.0	2022 年 3 月 25 日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	107.4	买入	143.0	2022 年 8 月 18 日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	21.3	持有	20.0	2022 年 10 月 27 日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	70.4	买入	96.0	2022 年 8 月 29 日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	100.6	持有	115.0	2022 年 8 月 29 日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	10.2	卖出	7.6	2022 年 1 月 26 日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	29.1	买入	31.5	2022 年 10 月 31 日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	33.1	买入	39.0	2022 年 11 月 2 日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	10.2	持有	12.6	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	5.8	持有	7.9	2022 年 8 月 1 日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	3.9	持有	6.9	2022 年 8 月 1 日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	27.7	买入	50.0	2022 年 8 月 1 日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	2.0	买入	3.7	2022 年 8 月 1 日	乳制品
1117.HK Equity	现代牧业	0.9	买入	1.3	2022 年 8 月 1 日	乳制品

截至 2022 年 11 月 29 日收盘价 资料来源: Bloomberg、浦银国际整理

SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 6: 李宁市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 7: 李宁 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入和利润率增长好于预期

目标价: 96.3 港元

概率: 25%

- 中国李宁 2023 年收入同比增长 50%;
- 电商 2023 年收入同比增长 40%;
- 毛利率 2023 年同比扩张 250bps;
- 销售费用率 2023 年同比收窄 80bps;

悲观情景: 公司收入和利润率增长不及预期

目标价: 65.5 港元

概率: 20%

- 中国李宁 2023 年收入同比增长 20%;
- 电商 2023 年收入同比增长 5%;
- 毛利率 2023 年同比扩张 100bps;
- 销售费用率 2023 年同比收窄 20bps;

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,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,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

周文硕

tallan_zhou@spdbi.com

852-2808 6476

浦银国际证券财富管理团队

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼