



李宁 (2331.HK)：下调 2022 年业绩预期，大致维持 2023/2024 年预测；恢复速度有望快于行业，维持“买入”并上调目标价

2022 年 12 月疫情政策的调整对李宁终端门店的客流、供应链、零售折扣等诸多因素造成了冲击，也为李宁 2H22 的收入带来巨大考验。管理层表示，12 月零售流水同比下滑幅度大于 11 月。考虑到收入下滑可能带来的负杠杆效应，我们认为李宁 2H22 来自利润的压力要远大于收入。

值得庆幸的是，李宁的流水在进入 2023 年 1 月后有显著的好转。回看 2022 年 12 月，不同地区和营业形式受疫情冲击的程度也有所不同，北方城市大于南方；高线城市大于低线；直营门店大于批发。以上趋势使李宁在 12 月受疫情影响大于行业整体，但同时也可能使李宁主要市场的疫情相对竞品更早达到峰值，从而在 2023 年见证更快的反弹。

截止 12 月底，李宁的渠道库销比（相比于 6 月底不到 4x；9 月底略高于 4x）有所上升，但仍维持相对健康的水平（4-5x）。公司会在 1Q23 维持较高的折扣水平，希望将渠道库存降到更低水平。我们认为，李宁相对其他国产品牌更健康的库存水平，也有将帮助其改善零售折扣率、批发收入增速和毛利率，以期较同业更早回到正常水平。

基于以上，我们对李宁 2022 年收入与净利润预测分别下调 1% 与 8%。出于对 2023 年相对谨慎乐观的态度，我们维持李宁 2023/2024E 的盈利预测基本不变。考虑到市场情绪的大幅好转将推动估值中枢上移，我们上调李宁的目标价至 **87.6 港元**（35x 2023 P/E），维持李宁“买入”评级。

图表 1：盈利预测变动

人民币百万	2022E			2023E			2024E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	26,177	26,430	-1.0%	31,495	31,784	-0.9%	36,937	37,271	-0.9%
毛利润	12,777	13,257	-3.6%	16,410	16,556	-0.9%	19,705	19,877	-0.9%
毛利率	48.8%	50.2%	-1.3 pct	52.1%	52.1%	0.0 pct	53.3%	53.3%	0.0 pct
归母净利润	4,190	4,533	-7.6%	5,523	5,611	-1.6%	6,786	6,890	-1.5%
归母净利率	16.0%	17.2%	-1.1 pct	17.5%	17.7%	-0.1 pct	18.4%	18.5%	-0.1 pct

E=浦银国际预测

资料来源：公司报告、浦银国际

林闻嘉

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

2023 年 1 月 9 日

李宁 (2331.HK)

买入

目标价 (港元)	87.6
潜在升幅/降幅	21.2%
目前股价 (港元)	72.3
52 周内股价区间 (港元)	39.8-83.8
总市值 (百万港元)	190,432
近 3 月日均成交额 (百万港元)	1,308.1

注：截至 2023 年 1 月 9 日收盘价

市场预期区间



▲ SPDB 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间
资料来源：Bloomberg、浦银国际

股价表现



*数据截至 2023 年 1 月 9 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际



扫码关注浦银国际研究

图表 2：李宁 2021-2022 上半年财务表现及预测

百万人民币	1H21	1H22	YOY	2H21	2H22E	YOY	2021	2022E	YOY
收入	10,197	12,409	21.7%	12,376	13,768	11.3%	22,572	26,177	16.0%
销售成本	-4,498	-6,208	38.0%	-6,106	-7,192	17.8%	-10,603	-13,399	26.4%
毛利润	5,699	6,201	8.8%	6,270	6,577	4.9%	11,969	12,777	6.8%
毛利率	55.9%	50.0%		50.7%	47.8%		53.0%	48.8%	
销售费用	-2,857	-3,383	18.4%	-3,281	-3,643	11.0%	-6,138	-7,026	14.5%
销售费用率	28.0%	27.3%		26.5%	26.5%		27.2%	26.8%	
行政费用	-444	-511	15.0%	-651	-743	14.2%	-1,095	-1,254	14.5%
行政费用率	4.4%	4.1%		5.3%	5.4%		4.9%	4.8%	
营业费用	-3,301	-3,894	18.0%	-3,932	-4,387	11.6%	-7,233	-8,281	14.5%
营业费用率	-32.4%	-31.4%		-31.8%	-31.9%		-32.0%	-31.6%	
其他经营收益	140	337	139.7%	260	363	39.8%	400	700	74.8%
经营利润	2,538	2,644	4.1%	2,598	2,553	-1.7%	5,136	5,197	1.2%
经营利润率	24.9%	21.3%		21.0%	18.5%		22.8%	19.9%	
财务费用	7	174	n.a.	25	7	-70.4%	33	181	n.a.
联营公司盈利	80	102	27.7%	80	71	-11.2%	159	172	8.3%
税前盈利	2,625	2,919	11.2%	2,703	2,631	-2.6%	5,328	5,550	4.2%
所得税	-663	-730	10.0%	-654	-630	-3.7%	-1,317	-1,360	3.2%
净利润	1,962	2,189	11.6%	2,049	2,001	-2.3%	4,011	4,190	4.5%
净利润率	19.2%	17.6%		16.6%	14.5%		17.8%	16.0%	
少数股东权益	0	0	n.a.	0	0	n.a.	0	0	n.a.
归母净利润	1,962	2,189	11.6%	2,049	2,001	-2.3%	4,011	4,190	4.5%
归母净利润率	19.2%	17.6%		16.6%	14.5%		17.8%	16.0%	

E=浦银国际预测

资料来源：公司数据、浦银国际

图表 3: SPDBI 目标价: 李宁



注: 数据截至 2023 年 1 月 9 日
资料来源: Bloomberg、浦银国际

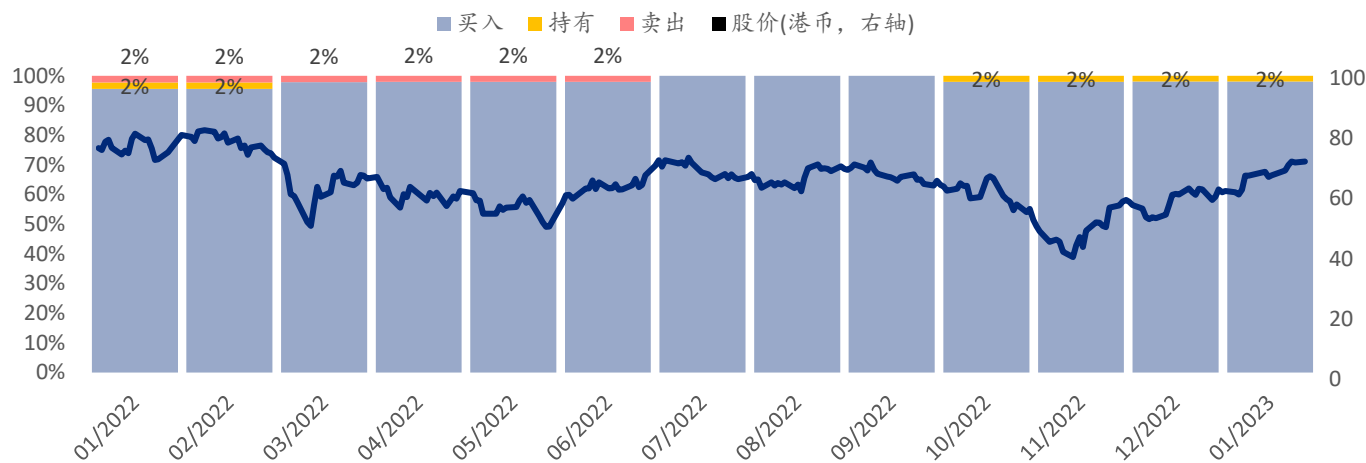
图表 4: SPDBI 消费行业覆盖公司

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	72.3	买入	87.6	2023年1月9日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	108.0	买入	123.0	2022年12月20日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.9	买入	1.1	2022年5月13日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	8.0	买入	6.3	2022年12月1日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	7.2	持有	6.0	2022年3月30日	现制茶饮
291.HK Equity	华润啤酒	60.0	买入	70.0	2022年3月25日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	126.8	买入	143.0	2022年8月18日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	27.0	持有	20.0	2022年10月27日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	80.9	买入	96.0	2022年8月29日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	106.4	持有	115.0	2022年8月29日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	10.7	卖出	7.6	2022年1月26日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	31.6	买入	31.5	2022年10月31日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	37.7	买入	43.4	2022年12月7日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	10.5	持有	12.6	2022年8月1日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	8.1	持有	7.6	2022年12月7日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	4.2	持有	6.9	2022年8月1日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	33.9	买入	50.0	2022年8月1日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	2.2	买入	3.7	2022年8月1日	乳制品
1117.HK Equity	现代牧业	1.1	买入	1.3	2022年8月1日	乳制品

资料来源: Bloomberg、浦银国际。截至2023年1月9日收盘价。

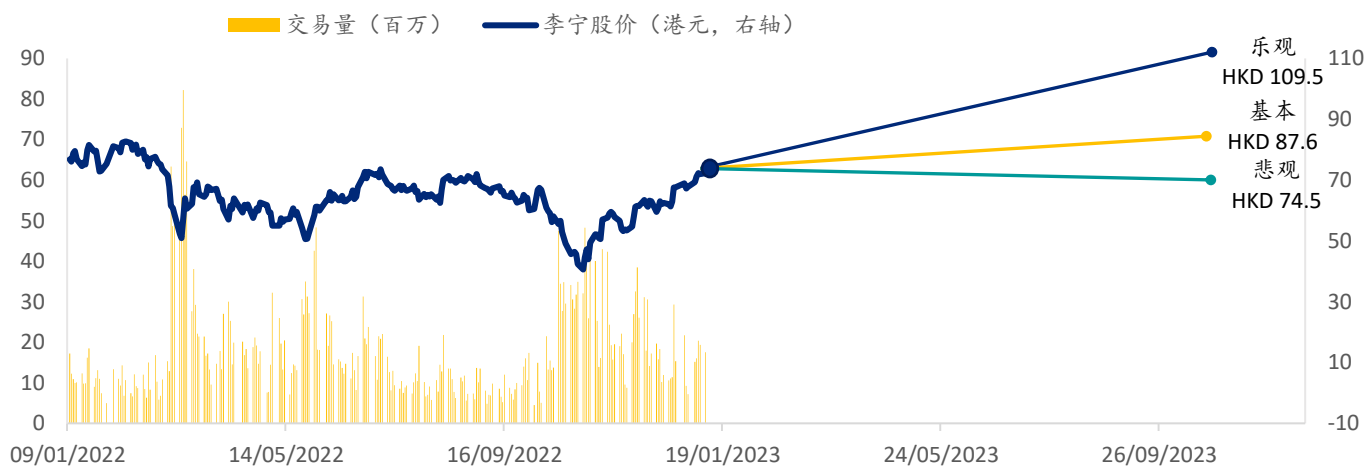
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 5: 李宁市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 6: 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: 109.5 港元

概率: 25%

- 李宁大货 2023 年收入同比增长 20%;
- 电商 2023 年收入同比增长 30%;
- 毛利率 2023 年同比扩张 350bps;
- 销售费用率 2023 年同比收窄 30bps;

悲观情景: 公司收入和利润率增长不及预期

目标价: 74.5 港元

概率: 20%

- 李宁大货 2023 年收入同比增长 5%;
- 电商 2023 年收入同比增长 10%;
- 毛利率 2023 年同比扩张 250bps;
- 销售费用率 2023 年同比扩张 20bps

资料来源: 浦银国际

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

