



李宁 (2331.HK): 料负面情绪不会持续太久, 零售趋势有望持续向好; 适度下调目标价

虽然管理层 2023 年业绩指引低于市场预期, 导致较大的市场负面情绪, 但管理层坚定聚焦功能性产品、提升公司运营能力与效率、打造“消费者首选中国运动品牌”的决心, 使我们对李宁长期稳健且可持续的发展前景更有信心。我们适度下调目标价以反映短期较弱的市场情绪。

- **料短期负面市场情绪不可持续:** 李宁管理层在业绩会上所给的 2023 年业绩目标指引 (收入同比增长 10-20% 中段, 净利率 10-20% 中段) 低于市场预期, 导致李宁股价大幅回调。在行业恢复进程仍具有较高不确定性、渠道库存水平尚未恢复至健康水平、2M23 终端动销依然处于弱复苏的情况下, 我们充分理解管理层为管理市场预期, 以谨慎的态度设定相对稳健的业绩目标。我们认为, 随着李宁零售流水加速增长、库销比与库龄持续好转、零售折扣继续优化, 市场将在公司现有指引的基础上不断调整预期, 后续估值也有望持续修复。
- **曙光初现, 趋势向好:** 我们欣喜地看到, 李宁 3 月前两周的流水已加速至同比双位数增长 (相较 1-2 月低单位数增长)。需要留意的是, 去年 3 月上半月, 行业依然处于相对正常的运营环境, 基数依然较高。随着 3 月后半月迎来低基数, 我们预期 3 月整体流水可达 20% 以上, 1Q23 流水可达高单位数增长。进入 2Q23 后, 随着消费情绪进一步恢复, 公司有望在低基数下 (图表 5) 录得更显著的流水增长, 零售折扣也将进一步恢复。另外, 公司 3 月至今的零售折扣同比加深幅度相比 1-2 月 (同比加深中单位数) 已开始收窄, 预示着渠道库存趋于好转, 竞争环境有所改善。
- **持续看好公司长期发展愿景:** 联席行政总裁钱先生上任以来, 李宁始终致力于以功能性产品驱动收入增长。这一理念下, 我们看到李宁篮球和跑步品类 2022 年的收入同比增长分别达到了 25% 与 13%, 鞋类占比同比提升 10 个百分点至 52%, 李宁篮球鞋与跑鞋在行业中的口碑与品牌力持续提升。功能性产品 (尤其是专业运动鞋) 售罄率较高, 季节性较低, 因此其占比提升也有助于减小渠道库存带来的风险。另外, 公司始终致力于提升运营能力和效率, 打造肌肉型企业。这使我们对公司长期的发展愿景充满信心。
- **维持李宁“买入”评级:** 基于我们对公司的了解, 我们有信心李宁 2023 年业绩最终将大概率好于管理层指引。较强的品牌力与相对更健康的渠道库存使李宁在 2023 年处于相对有利位置, 并在低基数下取得稳健收入增长与利润率扩张。基于 34 倍 2023E P/E, 我们适度下调目标价至 75.1 港元, 以反映当前较弱的市场情绪。
- **投资风险:** 行业需求放缓、国内品牌竞争大于预期。

图表 1: 盈利预测和财务指标

百万人民币	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	22,572	25,803	30,419	35,229	40,427
同比变动 (%)	56.1%	14.3%	17.9%	15.8%	14.8%
归母净利润	4,011	4,064	5,010	6,063	7,164
同比变动 (%)	136.1%	1.3%	23.3%	21.0%	18.1%
PE (X)	32.0	32.8	26.4	21.8	18.5
ROE (%)	26.9%	17.9%	19.4%	20.7%	21.3%

E=浦银国际预测 资料来源: 公司公告、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

2023 年 3 月 20 日

评级

买入

目标价 (港元)	75.1
潜在升幅/降幅	+30.2%
目前股价 (港元)	57.7
52 周内股价区间 (港元)	39.8-82.7
总市值 (百万港元)	152,099
近 3 月日均成交额 (百万港元)	916.5

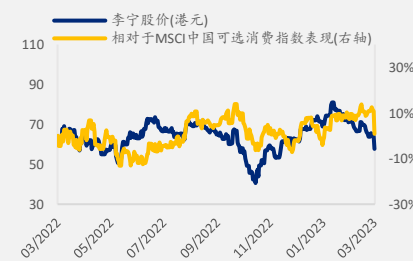
注: 截至 2023 年 3 月 17 日收盘价

市场预期区间



资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际



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)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	22,572	25,803	30,419	35,229	40,427
同比	56.1%	14.3%	17.9%	15.8%	14.8%
销售成本	-10,603	-13,319	-15,123	-17,283	-19,653
毛利	11,969	12,485	15,296	17,946	20,774
毛利率	53.0%	48.4%	50.3%	50.9%	51.4%
销售费用	-6,138	-7,314	-8,473	-9,694	-11,045
管理费用	-1,095	-1,089	-1,323	-1,484	-1,660
其他经营收入及收益 (损失)	400	805	770	750	750
经营盈利	5,136	4,887	6,270	7,518	8,819
经营利润率	22.8%	18.9%	20.6%	21.3%	21.8%
净融资成本	33	327	192	339	500
税前盈利	5,328	5,415	6,680	8,084	9,551
所得税开支	-1,317	-1,351	-1,670	-2,021	-2,388
所得税率	24.7%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
少数股东权益	0	0	0	0	0
归母净利润	4,011	4,064	5,010	6,063	7,164
归母净利率	17.8%	15.7%	16.5%	17.2%	17.7%
同比	136.1%	1.3%	23.3%	21.0%	18.1%

资产负债表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
物业、机器及设备	1,626	3,235	3,235	3,248	3,003
使用权资产	1,333	2,022	2,022	2,022	2,022
土地使用权	163	159	159	155	151
无形资产	188	217	217	200	200
其他	8,294	15,619	15,619	15,619	15,619
非流动资产	11,603	21,252	21,252	21,244	20,995
存货	1,773	2,428	2,428	2,362	2,652
应收贸易款项	903	1,020	1,020	1,083	1,255
其他应收款项—即期部分	79	88	88	91	106
受限制银行存款	1	1	1	0	0
现金及等同现金项目	14,745	7,382	7,382	12,617	17,780
其他	771	832	832	832	832
流动资产	18,672	12,395	12,395	16,985	22,623
应付贸易款项	1,599	1,584	1,584	1,906	2,273
租赁负债—即期部分	367	668	668	668	668
其他应付款项及应计费用	4,025	3,649	3,649	4,867	5,989
当期所得税负债	1,308	1,037	1,037	1,037	1,037
其他	405	303	303	303	303
流动负债	7,704	7,241	7,241	8,781	10,269
租赁负债	956	1,474	1,474	1,474	1,474
其他	510	600	600	600	600
非流动负债	1,467	2,074	2,074	2,074	2,074
股本	239	240	240	240	240
储备	20,863	24,089	24,089	27,128	31,030
非控制性权益	3	2	2	2	2
权益	21,104	24,332	24,332	27,371	31,272

现金流量表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
除所得税前盈利	5,328	5,415	6,680	8,084	9,551
折旧	1,051	732	890	1,045	1,201
摊销	90	49	52	55	59
融资开支净额	-125	-335	-294	-440	-602
其他	-188	-94	0	0	0
未计营运资金变动前之经营盈利	6,156	5,768	7,328	8,745	10,209
存货减少 / (增加)	-408	-655	66	-290	-364
应收贸易款项 (增加) / 减少	-285	-117	-63	-171	-185
其他应收款项减少 / (增加)	-345	-10	-3	-14	-16
应付贸易款项 (减少) / 增加	372	-15	322	367	312
其他应付款项及应计费用增加	1,492	-376	1,218	1,122	884
受限制银行存款减少 / (增加)	0	0	0	0	0
已付所得税	-456	-1,351	-1,670	-2,021	-2,388
经营活动所得 (所用) 现金净额	6,525	3,914	7,198	7,737	8,452
购入物业、机器及设备	-985	-2,323	-900	-800	-800
购入土地使用权	-913	4	4	4	4
购入无形资产	-43	-79	-35	-55	-59
已收取利息	224	354	310	456	618
其他	-4,822	-7,437	643	0	0
投资活动所用现金净额	-6,539	-9,481	22	-396	-237
股份发行	8,667	0	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	-515	-1,203	-1,971	-2,162	-2,590
已付利息	0	75	-16	-16	-16
其他	-556	-759	1	0	0
融资活动 (所用) 所得现金净额	7,596	-1,887	-1,986	-2,178	-2,606
现金及现金等价物变动	7,583	-7,455	5,234	5,163	5,609
于年初的现金及现金等价物	7,187	14,745	7,382	12,617	17,780
现金及现金等价物汇兑差额	-25	93	0	0	0
于年末的现金及现金等价物	14,745	7,382	12,617	17,780	23,388

财务和估值比率

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	1.58	1.54	1.91	2.32	2.74
每股销售额	8.89	9.80	11.63	13.46	15.45
每股股息	0.47	0.46	0.77	0.93	1.10
同比变动					
收入	56.1%	14.3%	17.9%	15.8%	14.8%
经营盈利	133.9%	-4.9%	28.3%	19.9%	17.3%
归母净利润	136.1%	1.3%	23.3%	21.0%	18.1%
摊薄每股收益	133.6%	-2.3%	24.1%	21.0%	18.1%
费用与利润率					
毛利率	53.0%	48.4%	50.3%	50.9%	51.4%
经营利润率	22.8%	18.9%	20.6%	21.3%	21.8%
归母净利率	17.8%	15.7%	16.5%	17.2%	17.7%
回报率					
平均股本回报率	26.9%	17.9%	19.4%	20.7%	21.3%
平均资产回报率	17.9%	12.7%	13.9%	14.8%	15.4%
资产效率					
库存周转天数	54	58	57	56	56
应收账款周转天数	13	14	13	13	13
应付账款周转天数	49	44	46	48	48
财务杠杆					
流动比率 (x)	2.4	1.7	1.7	1.9	2.2
速动比率 (x)	0.4	0.5	0.5	0.4	0.4
现金比率 (x)	1.9	1.0	1.0	1.4	1.7
负债 / 权益 (%)	43.5%	38.3%	38.3%	39.7%	39.5%
估值					
市盈率 (x)	32.0	32.8	26.4	21.8	18.5
市销率 (x)	5.7	5.2	4.4	3.8	3.3
股息率	0.8%	0.8%	1.3%	1.6%	1.9%

E=浦银国际预测

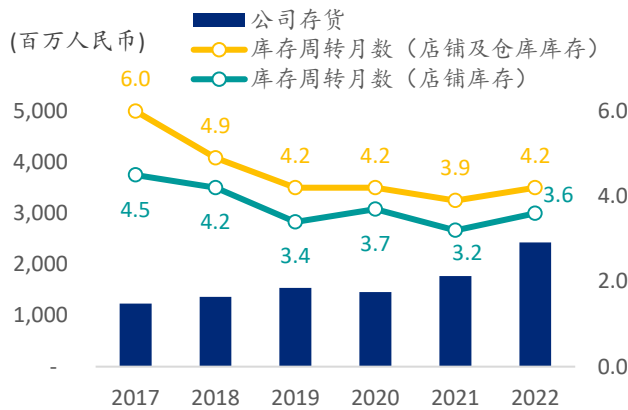
资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 2：李宁 2021-2022 上半年利润表现

百万人民币	1H21	1H22	YOY	2H21	2H22	YOY
收入	10,197	12,409	21.7%	12,376	13,395	8.2%
销售成本	-4,498	-6,208	38.0%	-6,106	-7,111	16.5%
毛利润	5,699	6,201	8.8%	6,270	6,284	0.2%
毛利率	55.9%	50.0%		50.7%	46.9%	
销售费用	-2,857	-3,383	18.4%	-3,281	-3,931	19.8%
销售费用率	28.0%	27.3%		26.5%	29.3%	
行政费用	-444	-511	15.0%	-651	-578	-11.2%
行政费用率	4.4%	4.1%		5.3%	4.3%	
营业费用	-3,301	-3,894	18.0%	-3,932	-4,509	14.7%
营业费用率	-32.4%	-31.4%		-31.8%	-33.7%	
核心经营利润	2,398	2,307	-3.8%	2,338	1,775	-24.1%
核心经营利润率	23.5%	18.6%		18.9%	13.2%	
其他经营收益	140	337	139.7%	260	469	80.3%
经营利润	2,538	2,644	4.1%	2,598	2,243	-13.7%
经营利润率	24.9%	21.3%		21.0%	16.7%	
财务费用	7	174	n.a.	25	153	n.a.
联营公司盈利	80	102	27.7%	80	100	24.9%
税前盈利	2,625	2,919	11.2%	2,703	2,496	-7.6%
所得税	-663	-730	10.0%	-654	-622	-5.0%
净利润	1,962	2,189	11.6%	2,049	1,874	-8.5%
净利润率	19.2%	17.6%		16.6%	14.0%	
少数股东权益	0	0	n.a.	-0	0	n.a.
归母净利润	1,962	2,189	11.6%	2,049	1,875	-8.5%
归母净利润率	19.2%	17.6%		16.6%	14.0%	

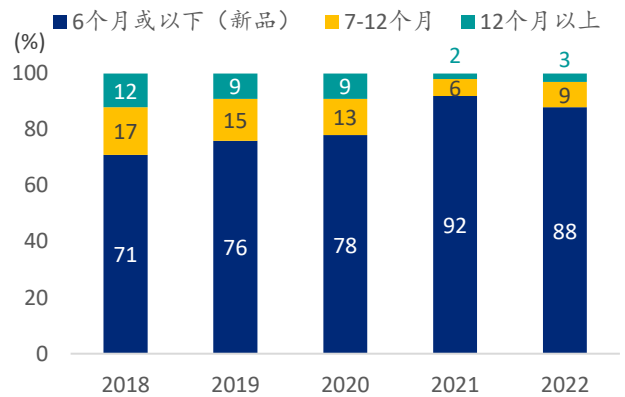
资料来源：公司数据，浦银国际

图表 3: 李宁 2017-2022 年库存水平及库存周转月数



资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 4: 李宁渠道库存(含线上、线下)结构, 2018-2022



资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 5: 李宁各渠道零售流水表现

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22
直营零售	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▼下降	▲增长	▼下降
门店增速	90-93%	87-89%	34-36%	27-29%	34-36%	高单位数	20-23%	14-16%
加盟店	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▼下降	▲增长	▼下降
增速	80-83%	90-93%	37-39%	27-29%	20-23%	高单位数	10-13%	20-23%
电商增速	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长
	约 100%	97-99%	54-56%	40-43%	34-36%	中单位数	24-26%	中单位数
整体零售	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▼下降	▲增长	▼下降
流水增速	87-89%	90-93%	40-43%	30-33%	27-29%	高单位数	14-16%	10-13%

资料来源: 公司数据、浦银国际

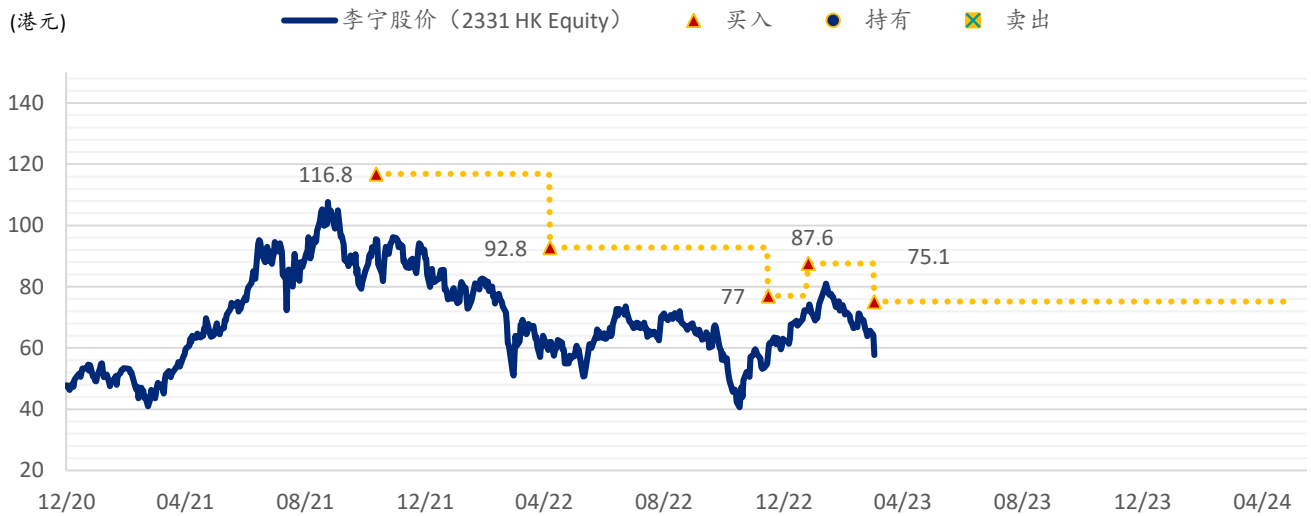
图表 6: SPDBI 财务预测变动

(人民币百万)	2023E	2024E	2025E
营业收入			
旧预测	31,495	36,937	n.a.
新预测	30,419	35,229	40,427
变动	-3.4%	-4.6%	n.a.
净利润			
旧预测	5,523	6,786	n.a.
新预测	5,010	6,063	7,164
变动	-9.3%	-10.6%	n.a.

E=浦银国际预测

资料来源: 浦银国际

图表 7: SPDBI 目标价: 李宁



注: 截至 2023 年 3 月 17 日收盘价; 资料来源: Bloomberg、浦银国际

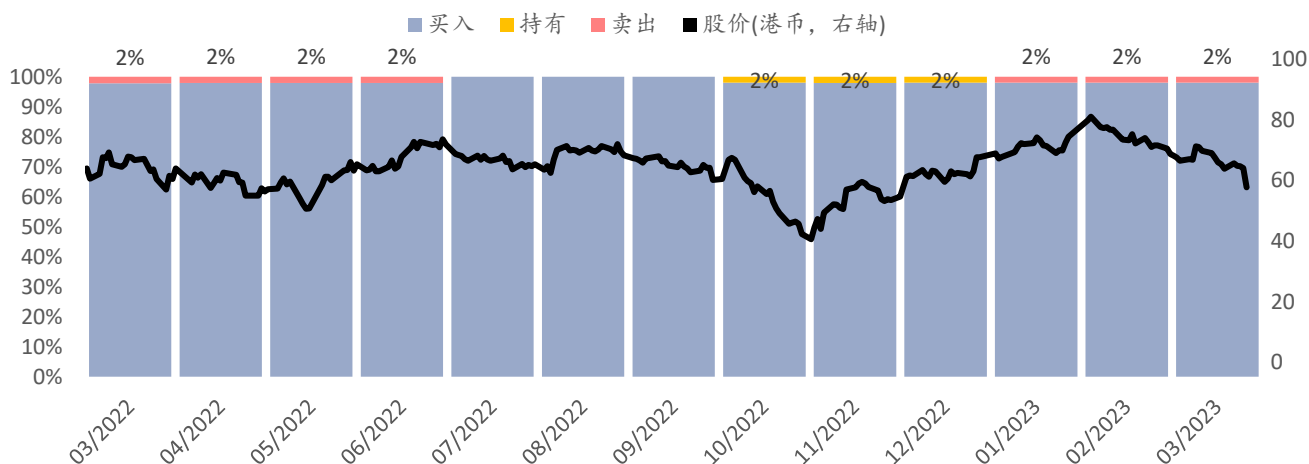
图表 8: 浦银国际消费行业公司覆盖

股票代码	公司	现价(LC)	评级	目标价(LC)	评级/目标价/盈利预测 发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	57.7	买入	75.1	2023 年 3 月 19 日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	102.2	买入	131.0	2023 年 1 月 11 日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.7	买入	1.1	2023 年 3 月 16 日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	6.9	买入	9.5	2023 年 2 月 1 日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	8.0	持有	6.6	2023 年 2 月 7 日	现制茶饮
291.HK Equity	华润啤酒	61.7	买入	75.6	2023 年 2 月 8 日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	119.3	买入	159.6	2023 年 1 月 30 日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	23.6	持有	26.2	2023 年 3 月 2 日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	79.6	买入	96.0	2023 年 2 月 23 日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	108.3	持有	115.0	2023 年 2 月 23 日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	12.5	卖出	7.6	2022 年 1 月 26 日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	28.9	买入	39.4	2023 年 1 月 31 日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	34.2	买入	45.6	2023 年 1 月 12 日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	10.4	持有	12.6	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	5.9	持有	7.6	2022 年 12 月 7 日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	3.6	持有	6.9	2022 年 8 月 1 日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	30.4	买入	42.8	2023 年 2 月 20 日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	1.9	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

截至 2023 年 3 月 17 日收盘价 资料来源: Bloomberg, 浦银国际整理

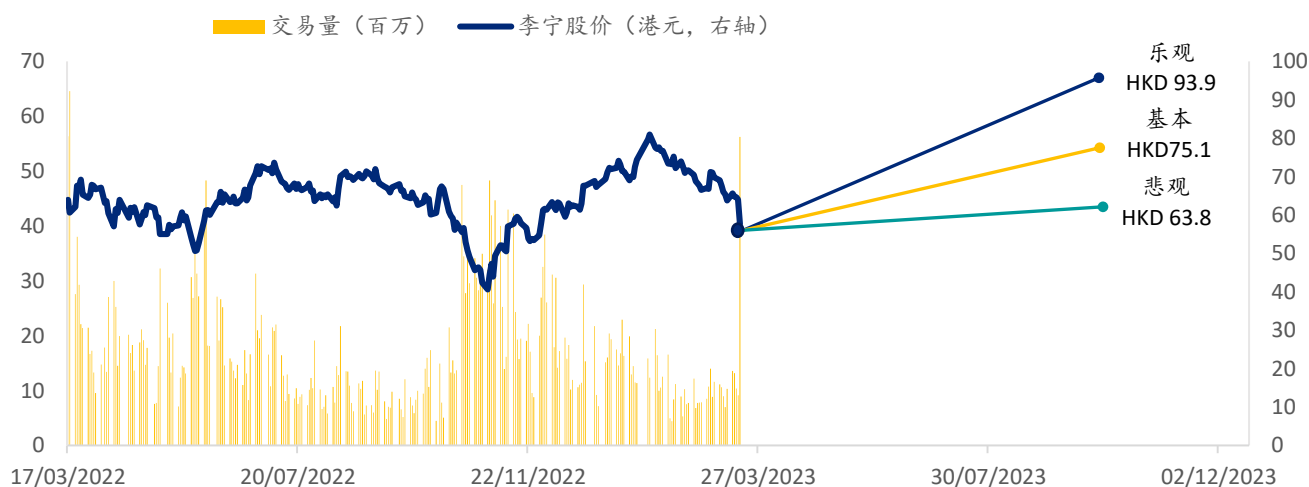
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 9: 李宁市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 10: 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: 93.9 港元

概率: 25%

- 李宁主品牌 2023 年线下收入同比增长 25%;
- 电商 2023 年收入同比增长 30%;
- 毛利率 2023 年同比扩张 100bps;
- 销售费用率 2023 年同比收窄 400bps;

悲观情景: 公司收入和利润率增长不及预期

目标价: 63.8 港元

概率: 20%

- 李宁主品牌 2023 年线下收入同比增长 10%;
- 电商 2023 年收入同比增长 5%;
- 毛利率 2023 年同比扩张 10bps;
- 销售费用率 2023 年同比收窄 200bps;

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人士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的财务权益或持有股份。
- 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