



李宁(2331.HK):上半年利润率面临挑战,下半年将迎来业绩反转;维持“买入”

去库存下利润率收缩导致 1H23 业绩承压: 尽管基数较高(去年 6 月双位数零售流水增长),我们预计李宁 6 月依然能维持同比低至中个位数的流水正增长,好于其他国产品牌。我们预测李宁 2Q23 全渠道流水有望录得低到中双位数的正增长,1H23 全渠道流水有望同比增长高单位数。然而考虑到 1-2 月去库存的影响,我们预测李宁 1H23 的收入同比仅增长中单位数左右,低于流水增速。尽管 3 月以后的折扣率同比收窄,但 1H23 整体折扣率依然同比加深低单位数,可能导致李宁 1H23 毛利率同比小幅下降。另外,李宁 1H23 整体费用率在去年底基数下可能有所增加,其他收入也将同比减小。我们预测李宁 1H23 净利率在 15-16%,同比有所收缩,净利润同比恐有所下滑。

2H23 有望迎来收入反弹与利润率扩张: 过去两年里(2021-2022),疫情在下半年对运动服饰行业的打击远大于上半年,导致李宁下半年收入增速环比上半年大幅放缓,毛利率环比上半年大幅收缩。展望下半年,在当前较为健康的渠道库存水平下(库销比 4-5 个月),我们预测李宁 2H23 有望回到同比 20% 以上的收入增速。毛利率方面,李宁于正常年份(疫情前)下半年的毛利率通常略低于上半年 1ppt 左右。我们预测,假设李宁能够在下半年维持上半年的折扣率趋势,则李宁 2H23 毛利率同比将有较大幅度的扩张。收入的反弹有望带来正向经营杠杆,使 2H23 费用率同比下降,抵消其他收入减小的影响。

下调盈利预测与目标价,但维持李宁“买入”评级: 我们下调了对李宁 2023-2025 年的收入与净利润预测。我们认为李宁依然是中国运动服饰行业中品牌力与产品力最强的国产运动服饰品牌。同时,公司在产品创新、渠道库存与货品精细化管理上的能力也处于行业领先地位。虽然李宁的流水增长在高基数的影响下短期承压,但一旦经济与消费力出现明显复苏,李宁有望表现出比对手更强的增长潜力。考虑到当前较弱的市场情绪与大环境较高的不确定性,我们下调了对整体运动服饰行业的估值中枢。我们对李宁最新的目标价为 51.9 港元(基于未来滚动 12 个月的 23 倍 P/E),维持李宁“买入”评级。

投资风险: 行业需求放缓、国内品牌竞争大于预期。

图表 1: 盈利预测变动

	2023E			2024E			2025E			
	人民币百万	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	29,390	30,419	-3.4%	33,976	35,229	-3.6%	39,015	40,427	-3.5%	
毛利润	14,392	15,296	-5.9%	16,913	17,946	-5.8%	19,689	20,774	-5.2%	
毛利率	49.0%	50.3%	-1.3 ppt	49.8%	50.9%	-1.2 ppt	50.5%	51.4%	-0.9 ppt	
归母净利润	4,408	5,010	-12.0%	5,373	6,063	-11.4%	6,426	7,164	-10.3%	
归母净利率	15.0%	16.5%	-1.5 ppt	15.8%	17.2%	-1.4 ppt	16.5%	17.7%	-1.2 ppt	

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

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

2023 年 7 月 5 日

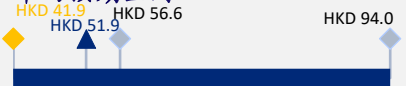
李宁 (2331.HK)

买入

目标价 (港元)	51.9
潜在升幅/降幅	24%
目前股价 (港元)	41.9
52 周内股价区间 (港元)	39.8-82.7
总市值 (百万港元)	110,318
近 3 月日均成交额 (百万港元)	778.1

注: 截至 2023 年 7 月 5 日收盘价

市场预期区间



▲ SPDBI 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 7 月 5 日

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						现金流量表					
(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	22,572	25,803	29,390	33,976	39,015	除所得税前盈利	5,328	5,415	5,877	7,164	8,568
同比	56.1%	14.3%	13.9%	15.6%	14.8%	折旧	1,051	1,344	829	982	1,136
销售成本	-10,603	-13,319	-14,998	-17,063	-19,325	摊销	90	110	52	55	59
毛利	11,969	12,485	14,392	16,913	19,689	融资开支净额	-125	-484	-281	-404	-545
毛利率	53.0%	48.4%	49.0%	49.8%	50.5%	其他	-188	-22	0	0	0
销售费用	-6,138	-7,314	-8,268	-9,415	-10,718	未计营运资金变动前之经营盈利	6,156	6,363	6,478	7,798	9,219
管理费用	-1,095	-1,089	-1,323	-1,495	-1,679	存货减少/(增加)	-408	-682	86	-276	-347
其他经营收入及收益(损失)	400	805	680	630	600	应收贸易款项(增加)/减少	-285	-94	-26	-163	-179
经营溢利	5,136	4,887	5,481	6,633	7,893	其他应收款项减少/(增加)	-345	-168	0	-14	-15
经营利润率	22.8%	18.9%	18.6%	19.5%	20.2%	应付贸易款项(减少)/增加	372	-15	306	354	298
净融资成本	33	327	179	303	443	其他应付款项及应计费用增加	1,492	-174	1,054	1,074	857
税前溢利	5,328	5,415	5,877	7,164	8,568	受限制银行存款减少/(增加)	0	0	0	0	0
所得税开支	-1,317	-1,351	-1,469	-1,791	-2,142	已付所得税	-456	-1,316	-1,469	-1,791	-2,142
所得税率	24.7%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	经营活动所得(所用)现金净额	6,525	3,914	6,428	6,981	7,689
少数股东权益	0	0	0	0	0	购入物业、机器及设备	-985	-1,757	-900	-800	-800
归母净利润	4,011	4,064	4,408	5,373	6,426	购入土地使用权	-913	-353	4	4	4
归母净利润率	17.8%	15.7%	15.0%	15.8%	16.5%	购入无形资产	-43	-74	-35	-55	-59
同比	136.1%	1.3%	8.5%	21.9%	19.6%	已收取利息	224	336	297	420	561
						其他	-4,822	-7,634	643	0	0
						投资活动所用现金净额	-6,539	-9,481	9	-432	-294
						股份发行	8,667	97	0	0	0
						为限制性股份奖励计划而购入之股份	0	-159	-159	-159	-159
						新增借贷	0	0	0	0	0
						偿还借贷	0	0	0	0	0
						已付股利	-515	-1,195	-1,880	-1,908	-2,307
						已付利息	0	-3	-16	-16	-16
						其他	-556	-627	1	0	0
						融资活动(所用)所得现金净额	7,596	-1,887	-2,054	-2,083	-2,482
						现金及现金等价物变动	7,583	-7,455	4,383	4,467	4,913
						于年初的现金及现金等价物	7,187	14,745	7,382	11,765	16,232
						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	11,765	16,232	21,145

资产负债表						财务和估值比率					
(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
物业、机器及设备	1,626	3,235	3,235	3,305	3,123	每股数据(人民币)					
使用权资产	1,333	2,022	2,022	2,022	2,022	摊薄每股收益	1.58	1.54	1.68	2.05	2.46
土地使用权	163	159	159	155	151	每股销售额	8.89	9.80	11.23	12.98	14.91
无形资产	188	217	217	200	200	每股股息	0.47	0.46	0.67	0.82	0.98
其他	8,294	15,619	15,619	15,619	15,619	同比变动					
非流动资产	11,603	21,252	21,252	21,301	21,115	收入	56.1%	14.3%	13.9%	15.6%	14.8%
存货	1,773	2,428	2,428	2,342	2,618	经营溢利	133.9%	-4.9%	12.2%	21.0%	19.0%
应收贸易款项	903	1,020	1,020	1,047	1,210	归母净利润	136.1%	1.3%	8.5%	21.9%	19.6%
其他应收款项-即期部分	79	88	88	88	102	摊薄每股收益	133.6%	-2.3%	9.2%	21.9%	19.6%
受限制银行存款	1	1	1	0	0	费用与利润率					
现金及等同现金项目	14,745	7,382	7,382	11,765	16,232	毛利率	53.0%	48.4%	49.0%	49.8%	50.5%
其他	771	832	832	832	832	经营利润率	22.8%	18.9%	18.6%	19.5%	20.2%
流动资产	18,672	12,395	12,395	16,074	20,993	归母净利润率	17.8%	15.7%	15.0%	15.8%	16.5%
应付贸易款项	1,599	1,584	1,584	1,890	2,244	回报率					
租赁负债-即期部分	367	668	668	668	668	平均股本回报率	26.9%	17.9%	17.2%	18.8%	19.8%
其他应付款项及应计费用	4,025	3,649	3,649	4,702	5,776	平均资产回报率	17.9%	12.7%	12.4%	13.5%	14.4%
当期所得税负债	1,308	1,037	1,037	1,037	1,037	资产效率					
其他	405	303	303	303	303	库存周转天数	54	58	57	56	56
流动负债	7,704	7,241	7,241	8,600	10,028	应收账款周转天数	13	14	13	13	13
租赁负债	956	1,474	1,474	1,474	1,474	应付账款周转天数	49	44	46	48	48
其他	510	600	600	600	600	财务杠杆					
非流动负债	1,467	2,074	2,074	2,074	2,074	流动比率(x)	2.4	1.7	1.7	1.9	2.1
股本	239	240	240	240	240	速动比率(x)	0.4	0.5	0.5	0.4	0.4
储备	20,863	24,089	24,089	26,617	30,082	现金比率(x)	1.9	1.0	1.0	1.4	1.6
非控制性权益	3	2	2	2	2	负债/权益(%)	43.5%	38.3%	38.3%	39.7%	39.9%
权益	21,104	24,332	24,332	26,860	30,325	估值					
						市盈率(x)	24.1	24.7	22.6	18.5	15.5
						市销率(x)	4.3	3.9	3.4	2.9	2.6
						股息率	1.1%	1.1%	1.6%	2.0%	2.3%

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 2：李宁 2023 年上半年及全年盈利预测

百万人民币	1H22	1H23E	YOY	2H22	2H23E	YOY	2022	2023E	YOY
收入	12,409	13,029	5.0%	13,395	16,361	22.1%	25,803	29,390	13.9%
销售成本	-6,208	-6,580	6.0%	-7,111	-8,418	18.4%	-13,319	-14,998	12.6%
毛利润	6,201	6,449	4.0%	6,284	7,943	26.4%	12,485	14,392	15.3%
毛利率	50.0%	49.5%		46.9%	48.5%		48.4%	49.0%	
销售费用	-3,383	-3,648	7.8%	-3,931	-4,620	17.5%	-7,314	-8,268	13.0%
销售费用率	27.3%	28.0%		29.3%	28.2%		28.3%	28.1%	
行政费用	-511	-560	9.7%	-578	-763	32.0%	-1,089	-1,323	21.5%
行政费用率	4.1%	4.3%		4.3%	4.7%		4.2%	4.5%	
营业费用	-3,894	-4,208	8.1%	-4,509	-5,383	19.4%	-8,403	-9,591	14.1%
营业费用率	31.4%	32.3%		33.7%	32.9%		32.6%	32.6%	
核心经营利润	2,307	2,241	-2.9%	1,775	2,560	44.2%	4,082	4,801	17.6%
核心经营利润率	18.6%	17.2%		13.2%	15.6%		15.8%	16.3%	
其他经营收益	337	250	-25.7%	469	430	-8.2%	805	680	-15.5%
经营利润	2,644	2,491	-5.8%	2,243	2,990	33.3%	4,887	5,481	12.2%
经营利润率	21.3%	19.1%		16.7%	18.3%		18.9%	18.6%	
财务费用	174	160	-7.9%	153	19	-87.3%	327	179	-45.1%
联营公司盈利	102	100	-1.6%	100	117	17.8%	201	217	8.0%
税前盈利	2,919	2,751	-5.8%	2,496	3,126	25.3%	5,415	5,877	8.5%
所得税	-730	-688	-5.7%	-622	-782	25.7%	-1,351	-1,469	8.7%
净利润	2,189	2,063	-5.8%	1,874	2,345	25.1%	4,064	4,408	8.5%
净利润率	17.6%	15.8%		14.0%	14.3%		15.7%	15.0%	
归母净利润	2,189	2,063	-5.8%	1,875	2,345	25.1%	4,064	4,408	8.5%
归母净利润率	17.6%	15.8%		14.0%	14.3%		15.7%	15.0%	

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 7 月 5 日
资料来源: Bloomberg、浦银国际

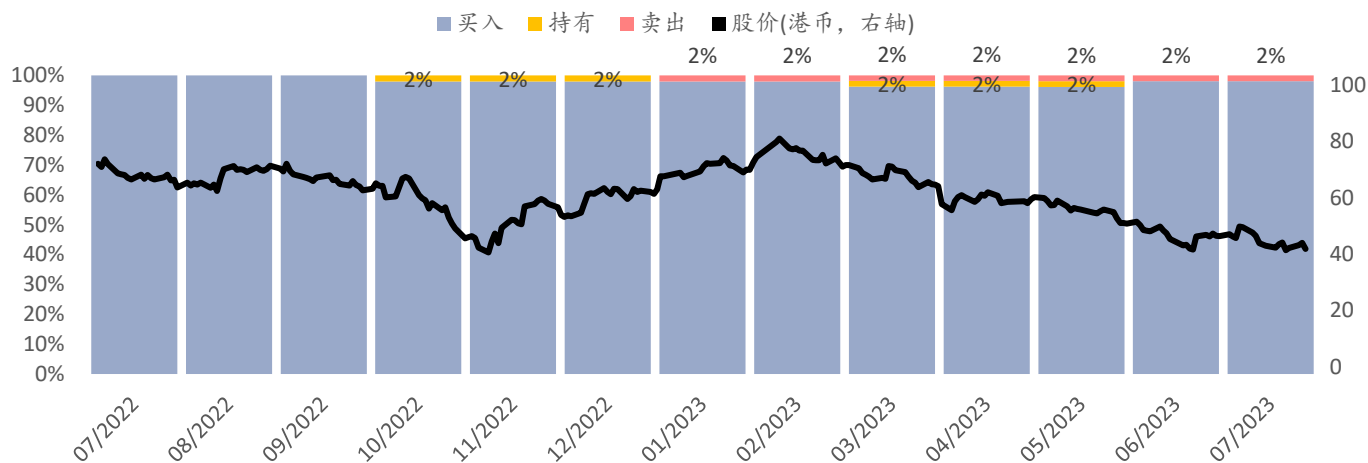
图表 4: SPDBI 消费行业覆盖公司

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	41.9	买入	51.9	2023 年 7 月 5 日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	83.0	买入	134.0	2023 年 4 月 13 日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.6	买入	1.2	2023 年 5 月 12 日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	6.6	买入	8.4	2023 年 7 月 4 日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	5.5	买入	10.0	2023 年 4 月 3 日	现制茶饮
291.HK Equity	华润啤酒	50.4	买入	80.4	2023 年 3 月 27 日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	92.9	买入	126.7	2023 年 5 月 3 日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	20.3	持有	26.2	2023 年 5 月 4 日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	71.4	买入	100.0	2023 年 4 月 26 日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	104.3	持有	121.0	2023 年 4 月 26 日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	12.0	卖出	7.6	2022 年 1 月 26 日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	28.8	买入	35.4	2023 年 5 月 2 日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	30.5	买入	40.2	2023 年 3 月 31 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	4.5	持有	7.6	2022 年 12 月 7 日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	3.4	持有	4.3	2023 年 5 月 2 日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	22.5	买入	42.8	2023 年 2 月 20 日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	1.8	买入	3.7	2022 年 8 月 1 日	乳制品
1117.HK Equity	现代牧业	0.8	买入	1.3	2022 年 8 月 1 日	乳制品

注: 截至 2023 年 7 月 5 日收盘价
资料来源: Bloomberg、浦银国际。

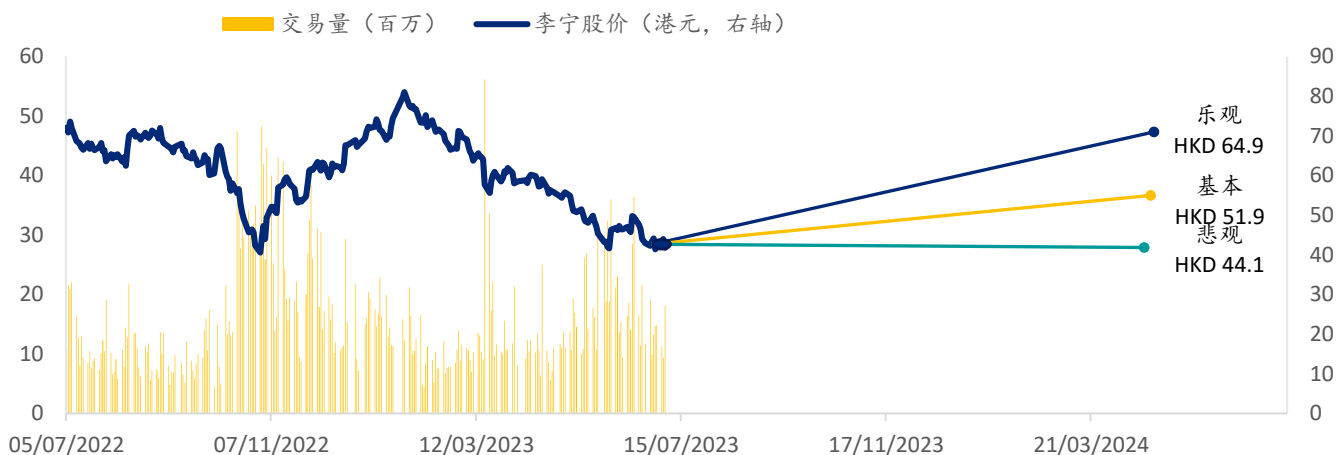
SPDBI 乐观与悲观情景假设

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: 64.9 港元

概率: 25%

- 李宁大货线下 2023 年收入同比增长 20%;
- 李宁大货电商 2023 年收入同比增长 15%;
- 毛利率 2023 年同比扩张 100bps;
- 销售费用率 2023 年同比收窄 40bps;

悲观情景: 公司收入和利润率增长不及预期

目标价: 44.1 港元

概率: 20%

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

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

