



李宁 (2331.HK): 流水表现稳定向好, 但市场情绪改善尚待时日

面对 7-8 月的高基数, 李宁的流水维持较好的正增长且持续向好, 但李宁短期的市场情绪与股价表现依然未见明显起色。我们认为, 这主要是由于近期李宁较高的终端折扣水平使市场更加担心其批发渠道可能面临的库存压力。相较李宁, 我们依然认为安踏 (2020.HK) 短期的利润增长逻辑更清晰 (多品牌+高直营占比), 业绩确定性更强。

- **短期高基数下流水表现稳定向好:** 去年 8 月, 李宁全渠道流水同比增长超 20%, 远高于去年 7 月的增速 (同比增低双位数)。然而, 我们调研显示, 李宁今年 8 月线下流水增速环比 7 月有所加速。从 9 月开始, 整体运动服饰行业将进入较低的基数。李宁今年 7-8 月在高基数下较强的流水表现使我们对公司下半年整体的流水表现有了更大的信心。
- **短期折扣波动不改 2H23 整体折扣同比改善的趋势:** 根据我们的调研, 李宁 8 月的零售折扣环比 7 月 (7 折左右) 有所加深, 但同比基本持平。7-8 月整体的折扣依然维持在 6-7 折的高段, 同比改善低单位数。假设公司在今年剩下的几个月里维持目前的折扣水平, 那在去年较低的基数下, 李宁下半年的整体零售折扣依然能录得较显著的同改善, 驱动公司 2H23 毛利率同比扩张。
- **市场短期在担心什么?** 李宁短期的市场情绪与股价表现相较安踏确实有些疲弱。我们认为, 李宁 1H23 大货的批发收入 (sell-in) 同比增速远高于批发流水的增长是造成市场疲弱情绪的一个重要原因。而近期零售折扣有所加深更加大了市场对李宁批发渠道库存水平的担忧。另外, 李宁相较安踏较低的直营占比也使其未来两年利润率扩张的空间不如竞争对手。我们重申, 考虑到李宁批发渠道健康的库龄结构、稳定向好的终端动销趋势以及管理层长期对渠道库存管理的重视, 我们认为市场并不需要对李宁批发渠道库存过分担心。但市场对于李宁中长期业绩的信心与投资情绪可能需要一定的时间恢复。
- **短期可能会有什么正面催化?** 截至 1H23 末, 李宁账面无债务、净现金达 89.5 亿元、现金占总资产比例达 26%。考虑到公司较高的现金水平, 公司如果愿意通过股权回购的方式来回馈股东, 相信对股价有非常大的刺激作用。另外, 折扣水平改善、直营占比上升、批发库存的下降都有望加速市场情绪的恢复。
- **维持李宁盈利预测与目标价不变:** 我们依然坚定认为李宁是品牌力与产品力最强的国产运动服饰品牌, 并有望通过持续提升品牌与产品调性来抢占高线市场的份额。我们维持李宁 2023-2025 年的盈利预测与 52.8 港元目标价不变, 维持李宁“买入”评级。

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	29,390	33,976	39,015
同比变动 (%)	56.1%	14.3%	13.9%	15.6%	14.8%
归母净利润	4,011	4,064	4,407	5,375	6,435
同比变动 (%)	136.1%	1.3%	8.4%	22.0%	19.7%
PE (X)	21.6	22.1	20.2	16.6	13.9
ROE (%)	26.9%	17.9%	17.3%	18.9%	19.9%

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

消费助理分析师

serena_sang@spdbi.com

(852) 2808 6439

2023 年 9 月 8 日

评级

买入

目标价 (港元)	52.8
潜在升幅/降幅	+19.9%
目前股价 (港元)	37.5
52 周内股价区间 (港元)	35.9-82.7
总市值 (百万港元)	98,720
近 3 月日均成交额 (百万港元)	709.9

注: 截至 2023 年 9 月 7 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	29,390	33,976	39,015
同比	56.1%	14.3%	13.9%	15.6%	14.8%
销售成本	-10,603	-13,319	-14,998	-17,063	-19,325
毛利	11,969	12,485	14,392	16,913	19,689
毛利率	53.0%	48.4%	49.0%	49.8%	50.5%
销售费用	-6,138	-7,314	-8,268	-9,415	-10,718
管理费用	-1,095	-1,089	-1,323	-1,495	-1,679
其他经营收入及收益 (损失)	400	805	680	630	600
经营溢利	5,136	4,887	5,481	6,633	7,893
经营利润率	22.8%	18.9%	18.6%	19.5%	20.2%
净融资成本	33	327	178	305	455
税前溢利	5,328	5,415	5,876	7,167	8,581
所得税开支	-1,317	-1,351	-1,469	-1,792	-2,145
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	4,407	5,375	6,435
归母净利率	17.8%	15.7%	15.0%	15.8%	16.5%
同比	136.1%	1.3%	8.4%	22.0%	19.7%

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	3,305	3,123	2,787
使用权资产	1,333	2,022	2,022	2,022	2,022
土地使用权	163	159	155	151	147
无形资产	188	217	200	200	200
其他	8,294	15,619	15,619	15,619	15,619
非流动资产	11,603	21,252	21,301	21,115	20,775
存货	1,773	2,428	2,342	2,618	2,965
应收贸易款项	903	1,020	1,047	1,210	1,390
其他应收款项—即期部分	79	88	88	102	117
受限制银行存款	1	1	0	0	0
现金及等同现金项目	14,745	7,382	11,636	16,550	21,629
其他	771	832	832	832	832
流动资产	18,672	12,395	15,945	21,312	26,932
应付贸易款项	1,599	1,584	1,890	2,244	2,541
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	4,702	5,776	6,632
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	8,600	10,028	11,182
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	26,329	30,083	34,209
非控制性权益	3	2	2	2	2
权益	21,104	24,332	26,572	30,326	34,452

现金流量表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
除所得税前溢利	5,328	5,415	5,876	7,167	8,581
折旧	1,051	1,344	829	982	1,136
摊销	90	110	52	55	59
融资开支净额	-125	-484	-279	-407	-557
其他	-188	-22	0	0	0
未计营运资金变动前之经营溢利	6,156	6,363	6,478	7,798	9,219
存货减少 / (增加)	-408	-682	86	-276	-347
应收贸易款项 (增加) / 减少	-285	-94	-26	-163	-179
其他应收款项减少 / (增加)	-345	-168	0	-14	-15
应付贸易款项 (减少) / 增加	372	-15	306	354	298
其他应付款项及应计费用增加	1,492	-174	1,054	1,074	857
受限制银行存款减少 / (增加)	0	0	0	0	0
已付所得税	-456	-1,316	-1,469	-1,792	-2,145
经营活动所得 (所用) 现金净额	6,525	3,914	6,428	6,980	7,686
购入物业、机器及设备	-985	-1,757	-900	-800	-800
购入土地使用权	-913	-353	4	4	4
购入无形资产	-43	-74	-35	-55	-59
已收取利息	224	336	295	423	573
其他	-4,822	-7,634	643	0	0
投资活动所用现金净额	-6,539	-9,481	7	-429	-282
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	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	-1,195	-2,166	-1,622	-2,309
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	-2,181	-1,638	-2,325
现金及现金等价物变动	7,583	-7,455	4,254	4,914	5,079
于年初的现金及现金等价物	7,187	14,745	7,382	11,636	16,550
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	11,636	16,550	21,629

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	1.68	2.05	2.46
每股销售额	8.89	9.80	11.23	12.98	14.91
每股股息	0.47	0.46	0.67	0.82	0.98
同比变动					
收入	56.1%	14.3%	13.9%	15.6%	14.8%
经营溢利	133.9%	-4.9%	12.2%	21.0%	19.0%
归母净利润	136.1%	1.3%	8.4%	22.0%	19.7%
摊薄每股收益	133.6%	-2.3%	9.1%	22.0%	19.7%
费用与利润率					
毛利率	53.0%	48.4%	49.0%	49.8%	50.5%
经营利润率	22.8%	18.9%	18.6%	19.5%	20.2%
归母净利率	17.8%	15.7%	15.0%	15.8%	16.5%
回报率					
平均股本回报率	26.9%	17.9%	17.3%	18.9%	19.9%
平均资产回报率	17.9%	12.7%	12.4%	13.5%	14.3%
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	1.9	2.1	2.4
速动比率 (x)	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4
现金比率 (x)	1.9	1.0	1.4	1.7	1.9
负债 / 权益 (%)	43.5%	38.3%	40.2%	39.9%	38.5%
估值					
市盈率 (x)	21.6	22.1	20.2	16.6	13.9
市销率 (x)	3.8	3.5	3.0	2.6	2.3
股息率	1.3%	1.2%	1.8%	2.2%	2.6%

E=浦银国际预测

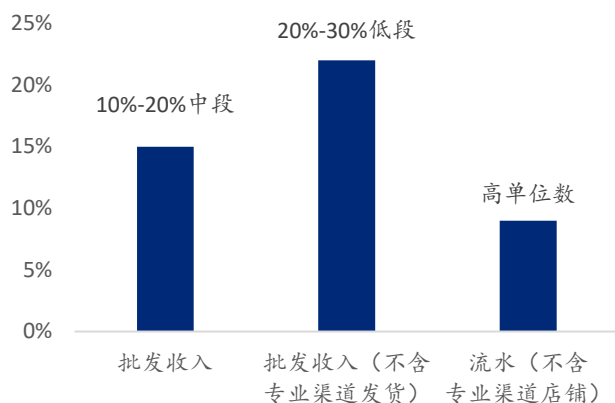
资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 2: 李宁 2023 年上半年利润表现以及下半年与全年盈利预测

百万人民币	1H22	1H23	YOY	2H22	2H23E	YOY	2022	2023E	YOY
收入	12,409	14,019	13.0%	13,395	15,371	14.8%	25,803	29,390	13.3%
销售成本	-6,208	-7,180	15.7%	-7,111	-7,818	9.9%	-13,319	-14,998	12.7%
毛利润	6,201	6,839	10.3%	6,284	7,553	20.2%	12,485	14,392	15.1%
毛利率	50.0%	48.8%		46.9%	49.1%		48.4%	49.0%	
销售费用	-3,383	-3,948	16.7%	-3,931	-4,320	9.9%	-7,314	-8,268	13.0%
销售费用率	27.3%	28.2%		29.3%	28.1%		28.3%	28.1%	
行政费用	-511	-580	13.5%	-578	-743	28.6%	-1,089	-1,323	21.0%
行政费用率	4.1%	4.1%		4.3%	4.8%		4.2%	4.5%	
营业费用	-3,894	-4,528	16.3%	-4,509	-5,063	12.3%	-8,403	-9,591	14.0%
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	2,310	0.1%	1,775	2,490	40.3%	4,082	4,801	17.1%
核心经营利润率	18.6%	16.5%		13.2%	16.2%		15.8%	16.3%	
其他经营收益	337	165	-51.0%	469	515	9.9%	805	680	-15.0%
经营利润	2,644	2,475	-6.4%	2,243	3,006	34.0%	4,887	5,481	12.3%
经营利润率	21.3%	17.7%		16.7%	19.6%		18.9%	18.6%	
财务费用	174	224	28.8%	153	-46	-130.1%	327	178	-45.0%
联营公司盈利	102	102	0.2%	100	115	15.9%	201	217	8.0%
税前盈利	2,919	2,801	-4.0%	2,496	3,075	23.2%	5,415	5,876	8.5%
所得税	-730	-680	-6.9%	-622	-789	27.0%	-1,351	-1,469	8.0%
净利润	2,189	2,121	-3.1%	1,874	2,285	21.9%	4,064	4,407	8.5%
净利润率	17.6%	15.1%		14.0%	14.9%		15.7%	15.0%	
少数股东权益	0	-0	n.a.	0	0	-17.5%	0	0	-100.0%
归母净利润	2,189	2,121	-3.1%	1,875	2,285	21.9%	4,064	4,407	8.5%
归母净利润率	17.6%	15.1%		14.0%	14.9%		15.7%	15.0%	

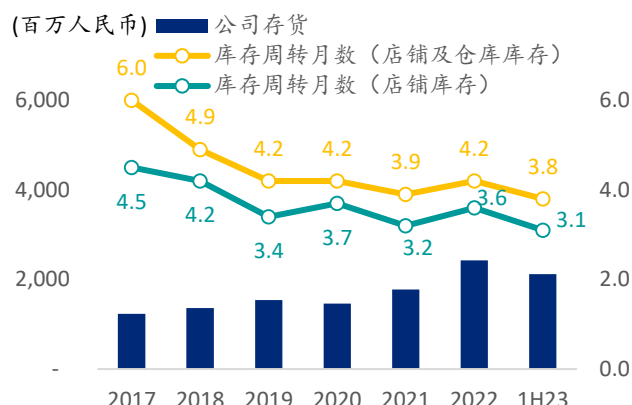
E=浦银国际预测；资料来源：公司数据，浦银国际

图表 3: 李宁 1H23 批发业务收入与流水同比变动



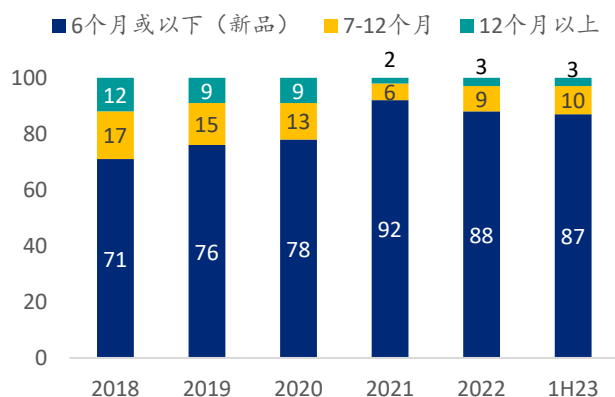
资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 4: 李宁 2017-1H23 库存水平及库存周转月数



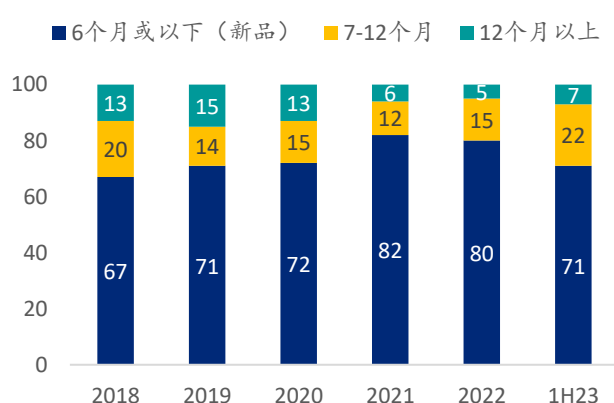
资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 5: 李宁渠道库存(含线上、线下)结构, 2018-1H23



资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 6: 李宁公司库存(含线上、线下)结构, 2018-1H23



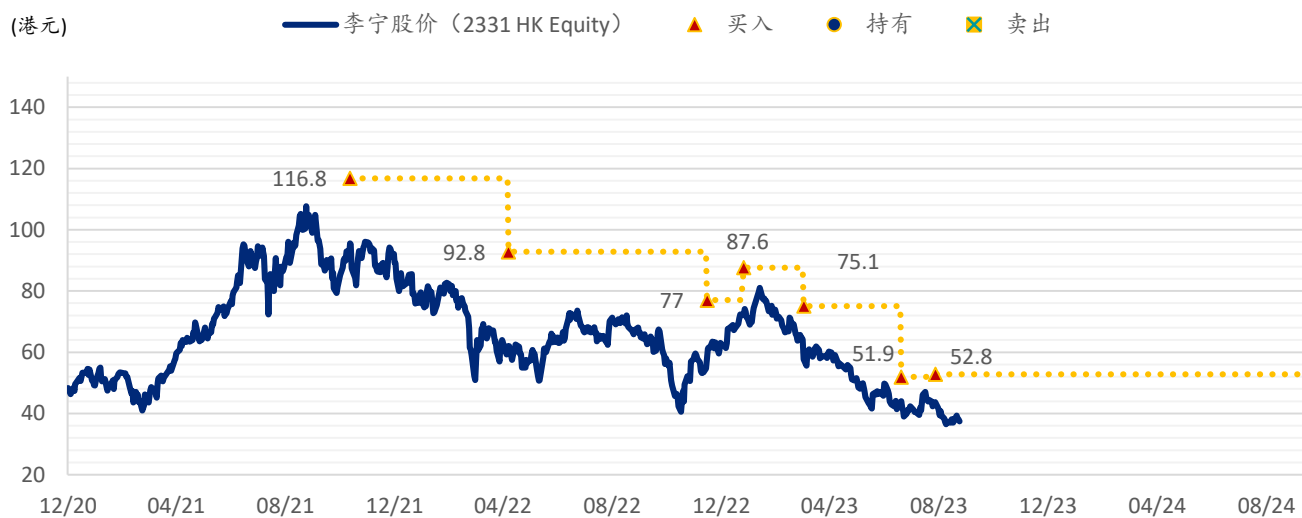
资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 7: 李宁各渠道零售流水表现

	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23
直营零售	▲增长	▲增长	▲增长	▼下降	▲增长	▼下降	▲增长	▲增长
门店增速	34-36%	27-29%	34-36%	高单位数	20-23%	14-16%	14-16%	27-29%
加盟店	▲增长	▲增长	▲增长	▼下降	▲增长	▼下降	▲增长	▲增长
增速	37-39%	27-29%	20-23%	高单位数	10-13%	20-23%	中单位数	14-16%
电商增速	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▼下降	▲增长
流水增速	54-56%	40-43%	34-36%	中单位数	24-26%	中单位数	10-13%	10-13%
整体零售	▲增长	▲增长	▲增长	▼下降	▲增长	▼下降	▲增长	▲增长
流水增速	40-43%	30-33%	27-29%	高单位数	14-16%	10-13%	中单位数	14-16%

资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 8: SPDBI 目标价: 李宁



注: 截至 2023 年 9 月 7 日收盘价;
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 9：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	37.5	买入	52.8	2023年9月8日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	88.8	买入	100.9	2023年8月23日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.7	买入	0.8	2023年8月14日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	6.3	买入	8.4	2023年9月6日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	4.6	买入	10.0	2023年4月3日	零售餐饮
YUMC.US Equity	百胜中国	52.4	买入	77.2	2023年8月1日	零售餐饮
9987.HK Equity	百胜中国	406.8	买入	601.8	2023年8月1日	零售餐饮
6862.HK Equity	海底捞	20.7	持有	24.9	2023年8月30日	零售餐饮
9658.HK Equity	特海国际	13.1	买入	21.1	2023年9月5日	零售餐饮
9922.HK Equity	九毛九	12.3	买入	17.1	2023年8月23日	零售餐饮
291.HK Equity	华润啤酒	45.4	买入	56.9	2023年8月20日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	88.6	买入	115.9	2023年8月17日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	16.7	持有	19.9	2023年8月3日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	65.5	买入	81.7	2023年9月5日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	92.0	持有	98.2	2023年9月5日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	10.4	卖出	7.6	2022年1月26日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	25.9	买入	32.6	2023年8月29日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	26.7	买入	32.2	2023年8月31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	4.7	持有	5.4	2023年8月30日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	3.1	持有	4.3	2023年5月2日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	19.0	买入	42.8	2023年2月20日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	1.5	买入	3.7	2022年8月1日	乳制品
1117.HK Equity	现代牧业	0.8	买入	52.8	2023年8月11日	乳制品

注：截至 2023 年 9 月 7 日收盘价

资料来源：Bloomberg，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

