



李宁 (2331.HK): 快刀斩乱麻, 重整再出发

李宁 3Q23 流水表现低于市场预期 (表 3)。作为一家长期聚焦渠道管理的企业, 李宁现在不得不去面对渠道库存过高与窜货同时发生的困境, 确实让市场倍感失望。为了解决短期渠道库存过高的问题, 李宁需在 4Q23 加大清库存的力度。这也将为公司 2023 年全年的业绩带来较大的负面影响。但公司希望在短期内解决问题的决心以及李宁依然稳健的品牌力与产品力让我们对公司未来长期的业绩表现依然抱有信心。因此, 在我们下调盈利预期后, 也仍维持李宁“买入”评级不变。

- **对批发渠道发货决策失误与对经销商管理不利是导致当前困境的主要原因:** 管理层承认, 公司的渠道目前面临渠道库存过高的挑战 (直营与批发渠道的库销比同比与环比都增长到 5x)。我们认为这一定程度上归咎于公司在 1H23 加大了对经销商的发货力度 (sell-in 大于 sell-through), 同时严重低估了渠道窜货的影响以及疲软的市场需求。为了解决当前高库存的问题, 公司从 3Q23 末开始控制对经销商的发货节奏, 同时将在 4Q23 (尤其是即将到来的双十一期间) 集中火力加大折扣力度来清理渠道库存。这也将使公司 2H23 的收入与利润率都承受较大的压力。受此负面影响, 管理层承认 2023 年全年收入无法做到双位数增长, 利润率也较难“维持稳定或改善”。管理层将“优化供求关系, 解决窜货问题”视为当前的主要任务, 目标渠道库销比到年底得以大幅改善, 并以较为健康的渠道库存水平进入 2024 年。
- **降低对明年两年利润率的预期:** 尽管 3Q23 线下折扣同比改善低单位数, 但受电商渠道拖累, 我们预计 3Q23 整体零售折扣同比基本持平。叠加 4Q23 进一步清库存的影响, 我们预计 2H23 毛利率同比扩张面临较大压力。同时, 管理层预计公司将在 2H23/2024 加大市场营销费用投入。另外, 收入指引的下调也可能导致经营负杠杆, 给利润率带来压力。综合考虑以上因素, 我们下调了 2023/2024 的净利率预测。
- **为什么我们依然维持“买入”评级?** (1) 李宁的库销比虽然有所上升, 但并未高于行业平均水平, 且库龄结构依然维持稳定; (2) 李宁若能在短期内解决渠道库存与窜货的问题, 则不会对其品牌力造成负面影响; (3) 我们对公司长期的渠道与零售管理能力依然有信心; (4) 公司短期所面临的挑战已完全对市场公开, 并将在短期内被市场消化, 有望利空出尽; (5) 在下调盈利预测以后, 李宁当前交易在 16x 2024 年 P/E, 估值依然具有吸引力。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, 并有望长期通过持续提升品牌与产品调性来抢占高线市场的份额。我们适度下调李宁 2023-2025 年的盈利预测, 并将目标价下调至 34.8 港元。维持安踏 (2020.HK) 运动服饰品牌商首选地位。
- **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 | 27,892 | 31,442 | 35,762 |
| 同比变动 (%) | 56.1% | 14.3% | 8.1% | 12.7% | 13.7% |
| 归母净利润 | 4,011 | 4,064 | 3,724 | 4,501 | 5,359 |
| 同比变动 (%) | 136.1% | 1.3% | -8.4% | 20.9% | 19.1% |
| PE (X) | 17.6 | 18.0 | 19.5 | 16.2 | 13.6 |
| ROE (%) | 26.9% | 17.9% | 14.8% | 16.3% | 17.4% |

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 10 月 26 日

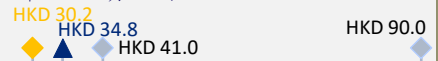
评级

买入

| | |
|-------------------|-----------|
| 目标价 (港元) | 34.8 |
| 潜在升幅/降幅 | +15.2% |
| 目前股价 (港元) | 30.2 |
| 52 周内股价区间 (港元) | 29.2-82.7 |
| 总市值 (百万港元) | 79,609 |
| 近 3 月日均成交额 (百万港元) | 656.1 |

注: 截至 2023 年 10 月 25 日收盘价

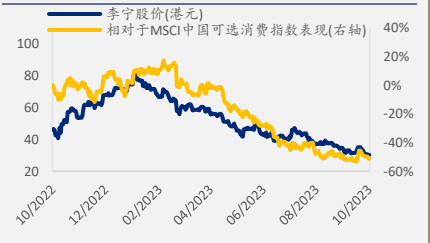
市场预期区间



▲ 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



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 | 27,892 | 31,442 | 35,762 |
| 同比 | 56.1% | 14.3% | 8.1% | 12.7% | 13.7% |
| 销售成本 | -10,603 | -13,319 | -14,521 | -15,915 | -17,937 |
| 毛利 | 11,969 | 12,485 | 13,371 | 15,527 | 17,825 |
| 毛利率 | 53.0% | 48.4% | 47.9% | 49.4% | 49.8% |
| 销售费用 | -6,138 | -7,314 | -8,054 | -9,024 | -10,135 |
| 管理费用 | -1,095 | -1,089 | -1,313 | -1,498 | -1,669 |
| 其他经营收入及收益 (损失) | 400 | 805 | 500 | 500 | 500 |
| 经营溢利 | 5,136 | 4,887 | 4,504 | 5,505 | 6,521 |
| 经营利润率 | 22.8% | 18.9% | 16.1% | 17.5% | 18.2% |
| 净融资成本 | 33 | 327 | 244 | 267 | 393 |
| 税前溢利 | 5,328 | 5,415 | 4,965 | 6,001 | 7,146 |
| 所得税开支 | -1,317 | -1,351 | -1,241 | -1,500 | -1,786 |
| 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 | 3,724 | 4,501 | 5,359 |
| 归母净利润率 | 17.8% | 15.7% | 13.4% | 14.3% | 15.0% |
| 同比 | 136.1% | 1.3% | -8.4% | 20.9% | 19.1% |

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 | 4,965 | 6,001 | 7,146 |
| 折旧 | 1,051 | 1,344 | 770 | 881 | 985 |
| 摊销 | 90 | 110 | 52 | 55 | 59 |
| 融资开支净额 | -125 | -484 | -265 | -369 | -494 |
| 其他 | -188 | -22 | -80 | 0 | 0 |
| 未计营运资金变动前之经营溢利 | 6,156 | 6,363 | 5,442 | 6,568 | 7,695 |
| 存货减少 / (增加) | -408 | -682 | 160 | -174 | -310 |
| 应收贸易款项 (增加) / 减少 | -285 | -94 | 27 | -126 | -154 |
| 其他应收款项减少 / (增加) | -345 | -168 | 5 | -11 | -13 |
| 应付贸易款项 (减少) / 增加 | 372 | -15 | 246 | 263 | 266 |
| 其他应付款项及应付费用增加 | 1,492 | -174 | 814 | 882 | 734 |
| 受限制银行存款减少 / (增加) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 已付所得税 | -456 | -1,316 | -1,241 | -1,500 | -1,786 |
| 经营活动所得 (所用) 现金净额 | 6,525 | 3,914 | 5,453 | 5,902 | 6,432 |
| 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 | 281 | 385 | 510 |
| 其他 | -482 | -7,634 | 643 | 0 | 0 |
| 投资活动所用现金净额 | -6,539 | -9,481 | -7 | -467 | -345 |
| 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 | -1,217 | -1,929 |
| 已付利息 | 0 | -3 | 64 | -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 | -2,101 | -1,233 | -1,945 |
| 现金及现金等价物变动 | 7,583 | -7,455 | 3,345 | 4,202 | 4,142 |
| 于年初的现金及现金等价物 | 7,187 | 14,745 | 7,382 | 10,727 | 14,929 |
| 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 | 10,727 | 14,929 | 19,071 |

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 | 3,365 | 3,284 |
| 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 | 21,360 | 21,276 |
| 存货 | 1,773 | 2,428 | 2,428 | 2,268 | 2,442 |
| 应收贸易款项 | 903 | 1,020 | 1,020 | 993 | 1,120 |
| 其他应收款项—即期部分 | 79 | 88 | 88 | 84 | 94 |
| 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 | 10,727 | 14,929 |
| 其他 | 771 | 832 | 832 | 832 | 832 |
| 流动资产 | 18,672 | 12,395 | 12,395 | 14,903 | 19,416 |
| 应付贸易款项 | 1,599 | 1,584 | 1,584 | 1,830 | 2,093 |
| 租赁负债—即期部分 | 367 | 668 | 668 | 668 | 668 |
| 其他应付款项及应付费用 | 4,025 | 3,649 | 3,649 | 4,463 | 5,345 |
| 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 | 8,301 | 9,446 |
| 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 | 25,647 | 28,930 |
| 非控制性权益 | 3 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 权益 | 21,104 | 24,332 | 24,332 | 25,889 | 29,173 |

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 | 1.42 | 1.72 | 2.05 |
| 每股销售额 | 8.89 | 9.80 | 10.66 | 12.02 | 13.67 |
| 每股股息 | 0.47 | 0.46 | 0.57 | 0.69 | 0.82 |
| 同比变动 | | | | | |
| 收入 | 56.1% | 14.3% | 8.1% | 12.7% | 13.7% |
| 经营溢利 | 133.9% | -4.9% | -7.8% | 22.2% | 18.4% |
| 归母净利润 | 136.1% | 1.3% | -8.4% | 20.9% | 19.1% |
| 摊薄每股收益 | 133.6% | -2.3% | -7.8% | 20.9% | 19.1% |
| 费用与利润率 | | | | | |
| 毛利率 | 53.0% | 48.4% | 47.9% | 49.4% | 49.8% |
| 经营利润率 | 22.8% | 18.9% | 16.1% | 17.5% | 18.2% |
| 归母净利润率 | 17.8% | 15.7% | 13.4% | 14.3% | 15.0% |
| 回报率 | | | | | |
| 平均股本回报率 | 26.9% | 17.9% | 14.8% | 16.3% | 17.4% |
| 平均资产回报率 | 17.9% | 12.7% | 10.7% | 11.7% | 12.5% |
| 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 | 1.8 | 2.1 |
| 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 | 1.3 | 1.6 |
| 负债 / 权益 (%) | 43.5% | 38.3% | 38.3% | 40.1% | 39.5% |
| 估值 | | | | | |
| 市盈率 (x) | 17.6 | 18.0 | 19.5 | 16.2 | 13.6 |
| 市销率 (x) | 3.1 | 2.8 | 2.6 | 2.3 | 2.0 |
| 股息率 | 1.6% | 1.5% | 1.9% | 2.3% | 2.7% |

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 | 13,873 | 3.6% | 25,803 | 27,892 | 8.1% |
| 销售成本 | -6,208 | -7,180 | 15.7% | -7,111 | -7,341 | 3.2% | -13,319 | -14,521 | 9.0% |
| 毛利润 | 6,201 | 6,839 | 10.3% | 6,284 | 6,532 | 4.0% | 12,485 | 13,371 | 7.1% |
| 毛利率 | 50.0% | 48.8% | | 46.9% | 47.1% | | 48.4% | 47.9% | |
| 销售费用 | -3,383 | -3,948 | 16.7% | -3,931 | -4,106 | 4.4% | -7,314 | -8,054 | 10.1% |
| 销售费用率 | 27.3% | 28.2% | | 29.3% | 29.6% | | 28.3% | 28.9% | |
| 行政费用 | -511 | -580 | 13.5% | -578 | -733 | 26.7% | -1,089 | -1,313 | 20.5% |
| 行政费用率 | 4.1% | 4.1% | | 4.3% | 5.3% | | 4.2% | 4.7% | |
| 营业费用 | -3,894 | -4,528 | 16.3% | -4,509 | -4,839 | 7.3% | -8,403 | -9,367 | 11.5% |
| 营业费用率 | 31.4% | 32.3% | | 33.7% | 34.9% | | 32.6% | 33.6% | |
| 核心经营利润 | 2,307 | 2,310 | 0.1% | 1,775 | 1,694 | -4.6% | 4,082 | 4,004 | -1.9% |
| 核心经营利润率 | 18.6% | 16.5% | | 13.2% | 12.2% | | 15.8% | 14.4% | |
| 其他经营收益 | 337 | 165 | -51.0% | 469 | 335 | -28.5% | 805 | 500 | -37.9% |
| 经营利润 | 2,644 | 2,475 | -6.4% | 2,243 | 2,029 | -9.6% | 4,887 | 4,504 | -7.8% |
| 经营利润率 | 21.3% | 17.7% | | 16.7% | 14.6% | | 18.9% | 16.1% | |
| 财务费用 | 174 | 224 | 28.8% | 153 | 20 | -86.8% | 327 | 244 | -25.5% |
| 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 | 2,164 | -13.3% | 5,415 | 4,965 | -8.3% |
| 所得税 | -730 | -680 | -6.9% | -622 | -562 | -9.6% | -1,351 | -1,241 | -8.1% |
| 归母净利润 | 2,189 | 2,121 | -3.1% | 1,875 | 1,603 | -14.5% | 4,064 | 3,724 | -8.4% |
| 归母净利润率 | 17.6% | 15.1% | | 14.0% | 11.6% | | 15.7% | 13.4% | |

E=浦银国际预测；资料来源：公司数据，浦银国际

图表 3: 李宁各渠道零售流水表现

| | 3Q21 | 4Q21 | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22 | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 |
|------|--------|--------|--------|------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 直营零售 | ▲增长 | ▲增长 | ▲增长 | ▼下降 | ▲增长 | ▼下降 | ▲增长 | ▲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% | 20-23% |
| 加盟店 | ▲增长 | ▲增长 | ▲增长 | ▼下降 | ▲增长 | ▼下降 | ▲增长 | ▲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% | 低单位数 |
| 电商增速 | ▲增长 | ▲增长 | ▲增长 | ▲增长 | ▲增长 | ▲增长 | ▼下降 | ▲增长 | ▼下降 |
| | 54-56% | 40-43% | 34-36% | 中单位数 | 24-26% | 中单位数 | 10-13% | 10-13% | 低单位数 |
| 整体零售 | ▲增长 | ▲增长 | ▲增长 | ▼下降 | ▲增长 | ▼下降 | ▲增长 | ▲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% | 中单位数 |

资料来源: 公司数据、浦银国际

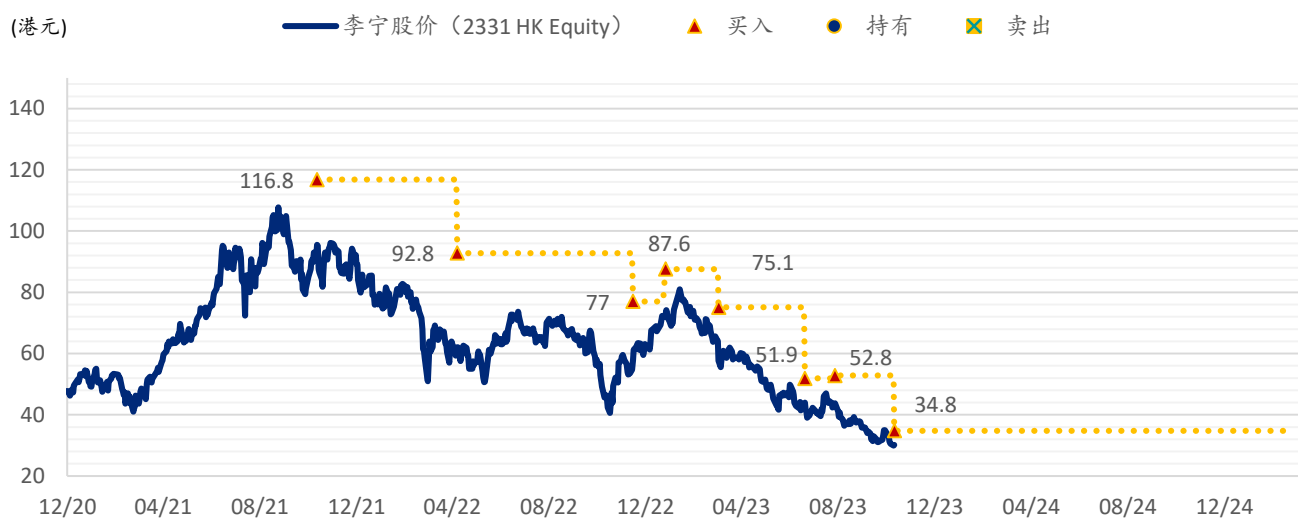
图表 4: SPDBI 财务预测变动

| (人民币百万) | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | | | |
| 旧预测 | 29,390 | 33,976 | 39,015 |
| 新预测 | 27,892 | 31,442 | 35,762 |
| 变动 | -5.1% | -7.5% | -8.3% |
| 净利润 | | | |
| 旧预测 | 4,407 | 5,375 | 6,435 |
| 新预测 | 3,724 | 4,501 | 5,359 |
| 变动 | -15.5% | -16.3% | -16.7% |

E=浦银国际预测

资料来源: 浦银国际

图表 5: SPDBI 目标价: 李宁 (2331.HK)



注: 截至 2023 年 10 月 25 日收盘价;

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 6: SPDBI 消费行业覆盖公司

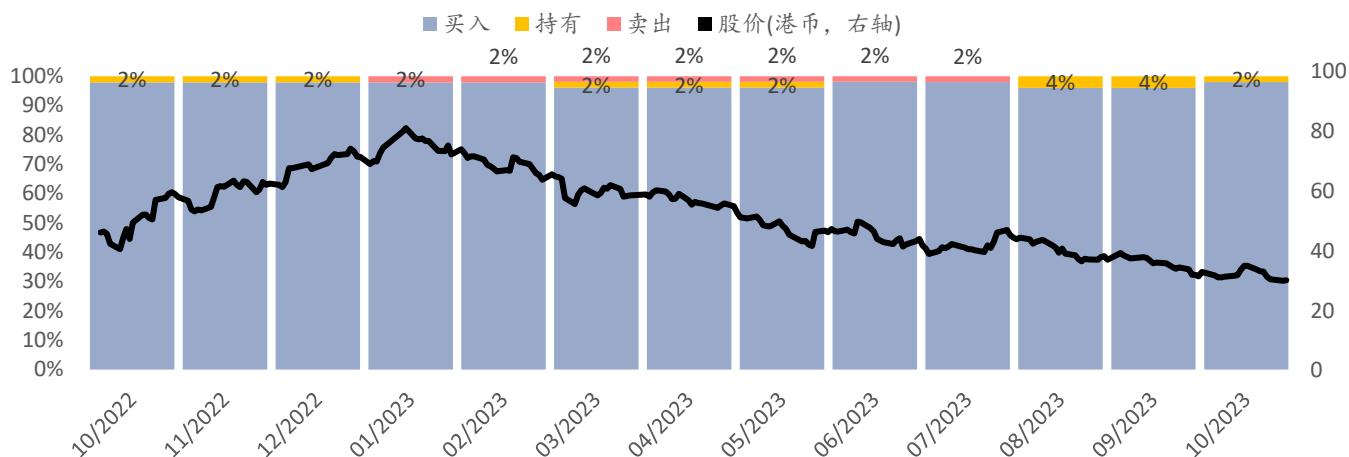
| 股票代码 | 公司 | 现价 (LC) | 评级 | 目标价 (LC) | 评级及目标价 发布日期 | 行业 |
|------------------|------|---------|----|----------|----------------|--------|
| 2331.HK Equity | 李宁 | 30.2 | 买入 | 34.8 | 2023年10月26日 | 运动服饰品牌 |
| 2020.HK Equity | 安踏体育 | 90.8 | 买入 | 110.5 | 2023年10月18日 | 运动服饰品牌 |
| 3813.HK Equity | 宝胜国际 | 0.6 | 买入 | 0.8 | 2023年8月14日 | 运动服饰零售 |
| 6110.HK Equity | 滔搏 | 6.4 | 买入 | 8.4 | 2023年10月20日 | 运动服饰零售 |
| 2150.HK Equity | 奈雪的茶 | 3.6 | 买入 | 10.0 | 2023年4月3日 | 零售餐饮 |
| YUMC.US Equity | 百胜中国 | 53.6 | 买入 | 77.2 | 2023年8月1日 | 零售餐饮 |
| 9987.HK Equity | 百胜中国 | 414.2 | 买入 | 601.8 | 2023年8月1日 | 零售餐饮 |
| 6862.HK Equity | 海底捞 | 19.6 | 持有 | 24.9 | 2023年8月30日 | 零售餐饮 |
| 9658.HK Equity | 特海国际 | 13.2 | 买入 | 21.1 | 2023年9月5日 | 零售餐饮 |
| 9922.HK Equity | 九毛九 | 8.6 | 买入 | 17.1 | 2023年8月23日 | 零售餐饮 |
| 291.HK Equity | 华润啤酒 | 41.7 | 买入 | 56.9 | 2023年8月20日 | 啤酒 |
| 600132.CH Equity | 重庆啤酒 | 79.2 | 买入 | 115.9 | 2023年8月17日 | 啤酒 |
| 1876.HK Equity | 百威亚太 | 14.6 | 持有 | 19.9 | 2023年8月3日 | 啤酒 |
| 0168.HK Equity | 青岛啤酒 | 57.3 | 买入 | 81.7 | 2023年9月5日 | 啤酒 |
| 600600.CH Equity | 青岛啤酒 | 80.2 | 持有 | 98.2 | 2023年9月5日 | 啤酒 |
| 000729.CH Equity | 燕京啤酒 | 9.4 | 卖出 | 7.6 | 2022年1月26日 | 啤酒 |
| 600887.CH Equity | 伊利股份 | 26.1 | 买入 | 32.6 | 2023年8月29日 | 乳制品 |
| 2319.HK Equity | 蒙牛乳业 | 25.2 | 买入 | 32.2 | 2023年8月31日 | 乳制品 |
| 600597.CH equity | 光明乳业 | 9.9 | 持有 | 12.6 | 2022年8月1日 | 乳制品 |
| 6186.HK Equity | 中国飞鹤 | 4.6 | 持有 | 5.4 | 2023年8月30日 | 乳制品 |
| 1717.HK Equity | 澳优 | 2.7 | 持有 | 4.3 | 2023年5月2日 | 乳制品 |
| 600882.CH Equity | 妙可蓝多 | 16.8 | 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 | 1.3 | 2022年8月1日 | 乳制品 |
| 6683.HK Equity | 巨星传奇 | 9.2 | 买入 | 7.8 | 2023年9月13日 | 新零售 |

注: 截至 2023 年 10 月 25 日收盘价。

资料来源: Bloomberg、浦银国际。

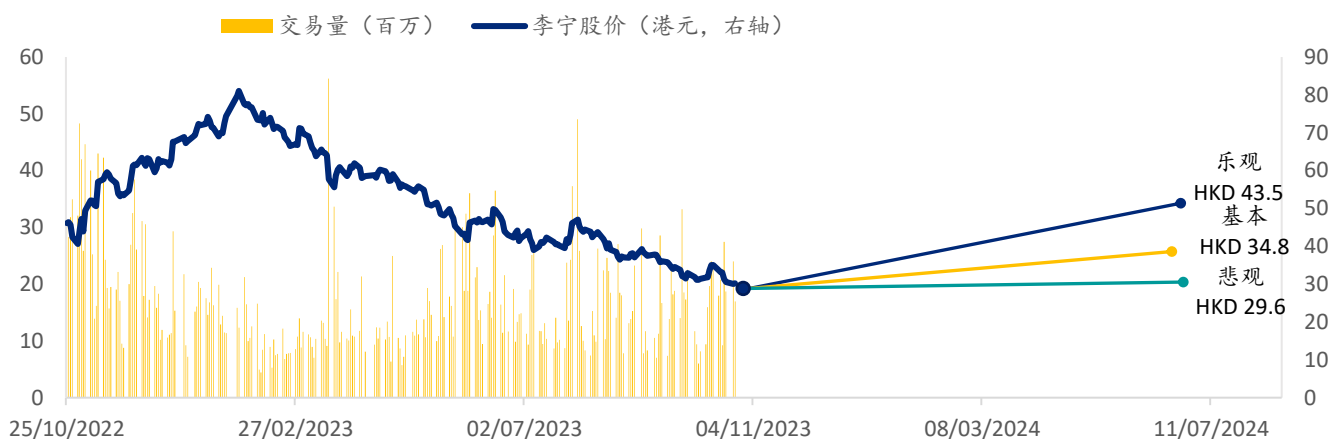
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 7: 李宁 (2331.HK) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 8: 李宁 (2331.HK) 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: 43.5 港元

概率: 25%

- 李宁主品牌 2024 年线下收入同比增长 15%;
- 电商 2024 年收入同比增长 20%;
- 毛利率 2024 年同比扩张 200bps;
- 销售费用率 2024 年同比收窄 50bps;

悲观情景: 公司收入和利润率增长不及预期

目标价: 29.6 港元

概率: 20%

- 李宁主品牌 2024 年线下收入同比增长 10%;
- 电商 2024 年收入同比增长 5%;
- 毛利率 2024 年同比扩张 100bps;
- 销售费用率 2024 年同比持平;

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(巨星传奇 6683.HK)在过去 12 个月内有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

