



李宁 (2331.HK): 剖析李宁不同时间维度的增长驱动力在哪里

在 11 月 2 日晚间的电话会上, 李宁 CEO 表示公司已在采取积极的措施来改善渠道库存与窜货的问题, 并承诺在今年年底前回到健康的库存水平。我们认为 CEO 的发言很大程度上消除了部分投资者对公司基本面的顾虑。但市场对李宁的信心可能还需要更长的一段时间来修复。我们预测在今天的低基数下, 李宁 2024 年的收入与利润率有望录得较显著的改善。中长期来看, 李宁有望在强大品牌力与持续提升的业务能力基础上, 保持稳健的收入扩张。我们维持对李宁的盈利预测与目标价不变, 并维持“买入”评级。

- **短期看批发渠道恢复和利润率改善:** 尽管短期库销比有所上升, 但公司整体渠道库存依然健康可控。随着公司减小 4Q23 对渠道的发货, 批发渠道库存水平有望在年底回到正常水平 (4x 左右)。因此我们预计 2024 年整体发货节奏将恢复正常, 明年的批发收入 (sell-in) 有望回到和流水 (sell-through) 同样的增速。另外, 2024 年直营渠道 (包括直营门店与电商) 的折扣水平有望在今年的基础上得到改善, 而高层级市场的费用投入也将有所缩减。这都有助于公司 2024 年的净利率从今年的低位 (低双位数) 恢复到相对正常的水平 (中双位数)。
- **中短期看低线渠道下沉与高线渠道优化:** 公司过去几年聚焦于高层级市场的渠道拓展, 助力李宁长期品牌力的提升。但短期在经济下行的大环境下, 这一策略给利润率与收入增速带来压力。庆幸的是, 管理层表示高层级市场的布局已基本完成, 2024 年将通过拓宽产品价格带向低层级市场下沉。我们相信, 通过推出差异化的下沉市场产品, 李宁有望凭借较强的品牌力在中短期抢占低层级市场的份额。另外, 我们认为李宁在高层级市场的门店布局将进入收获期, 门店 (主要为直营) 的经营利润率有望随着店效的提升而得到改善, 整体的零售折扣水平也有望随着电商流水的恢复而有所收窄。
- **中长期看新品类与新客群的开发:** 作为单一品牌运动服饰企业, 李宁可能需要更长的时间去拓展新品类。然而, 凭借李宁较强的品牌力与研发设计能力, 我们相信李宁在中长期有望逐步在新品类和新赛道 (比如女子和户外) 上占据一席之地。同时, 基于成熟的大货业务以及高速成长的儿童业务, 李宁试图进一步扩展客群维度, 以校园渠道覆盖青少年客群。公司对品类和客群的拓展将分别从横向和纵向两方面开展, 有望带给李宁业务更多的扩容空间。
- **长期看品牌力与业务能力的持续提升:** 公司目标通过高质量的增长在 2028 年达到 500 亿元的收入规模 (相当于 2023-2028 年低双位数的平均复合增长率), 并维持长期中双位数 (mid-teen) 的净利率目标。我们认为, 公司长期 (未来 3-5 年) 可持续的发展和增长 (包括海外市场的拓展) 很大程度上依赖品牌力的不断壮大与业务能力的持续提升。我们认为, 公司未来在产品研发设计、商品营销方式、柔性供应链开发、新兴渠道的发展以及公司业务体系等方面依然有较大的优化空间, 从而带领公司整体运营效率进一步提升。
- **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)	16.0	16.3	17.7	14.7	12.3
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 11 月 3 日

评级

买入

目标价 (港元)	34.8
潜在升幅/降幅	+27.2%
目前股价 (港元)	27.4
52 周内股价区间 (港元)	23.3-82.7
总市值 (百万港元)	72,887
近 3 月日均成交额 (百万港元)	691.4

注: 截至 2023 年 11 月 3 日午市收盘价

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)	16.0	16.3	17.7	14.7	12.3
市销率 (x)	2.8	2.6	2.4	2.1	1.8
股息率	1.7%	1.7%	2.1%	2.5%	3.0%

E=浦银国际预测

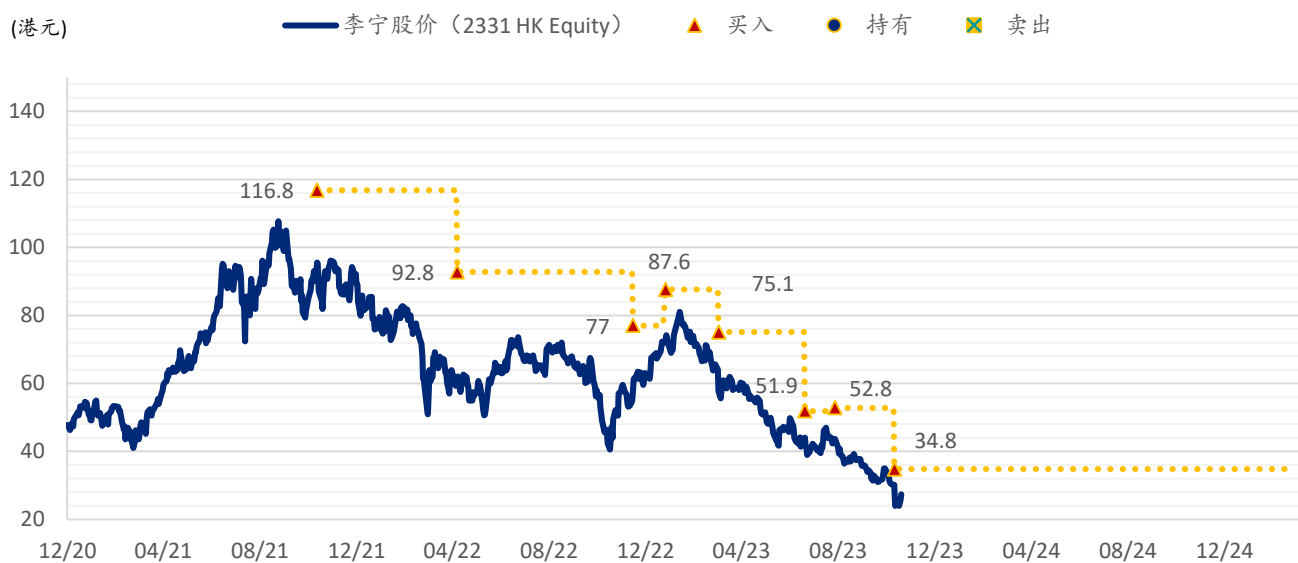
资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 2: 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 3: SPDBI 目标价: 李宁 (2331.HK)



注: 截至 2023 年 11 月 3 日午市收盘价;

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	27.4	买入	34.8	2023年11月3日	运动服饰品牌
2020.HK Equity	安踏体育	90.6	买入	110.5	2023年10月18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	6.5	买入	8.4	2023年10月20日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	4.0	买入	10.0	2023年4月3日	零售餐饮
YUMC.US Equity	百胜中国	45.8	买入	67.7	2023年11月1日	零售餐饮
9987.HK Equity	百胜中国	363.0	买入	528.2	2023年11月1日	零售餐饮
6862.HK Equity	海底捞	17.3	持有	24.9	2023年8月30日	零售餐饮
9658.HK Equity	特海国际	12.9	买入	21.1	2023年9月5日	零售餐饮
9922.HK Equity	九毛九	8.1	买入	17.1	2023年8月23日	零售餐饮
291.HK Equity	华润啤酒	40.7	买入	56.9	2023年8月20日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	73.6	买入	115.9	2023年8月17日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	15.2	持有	17.9	2023年10月31日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	57.7	买入	81.7	2023年10月30日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	80.2	持有	98.2	2023年10月30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	27.6	买入	33.9	2023年11月1日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	26.4	买入	32.2	2023年8月31日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	9.4	持有	12.6	2022年8月1日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	5.0	持有	5.4	2023年8月30日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	3.0	持有	4.3	2023年5月2日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	17.6	买入	19.8	2023年10月30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	8.4	买入	7.8	2023年9月13日	新零售

注：截至 2023 年 11 月 3 日午市收盘价。

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的财务权益或持有股份。
- 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

