



李宁 (2331.HK) : 2024 年业绩面临较大不确定性, 适度下调 2024-2025 年预测

终端需求是决定 2024 年收入增速的主要变量: 李宁 2023 年的批发渠道流水远低于直营渠道, 主要是由于 (1) outlet 门店流水增速快, 驱动直营流水的增长, (2) 直营门店数增幅较为显著, (3) 高线城市门店 (以直营为主) 表现优于低线城市门店 (以批发为主)。基于批发渠道流水较低的基数, 同时考虑到李宁在 2024 年会将更多的产品和营销资源向低线城市倾斜, 我们预测 2024 年批发流水的表现将有所反转。同时, 由于李宁的渠道库存已在 2023 年年底回到较为健康的水平 (全渠道库销比 4x 左右, 批发渠道可能更低), 我们预计李宁在 2024 年没有继续去库存的需求。预计在较为谨慎的发货节奏下, 公司 2024 年的批发收入 (sell-in) 与批发流水 (sell-through) 有望保持同步。虽然渠道库存和窜货的问题已基本得到解决, 但复杂的宏观形势与较弱的终端需求将为 2024 年的收入与流水带来一定的不确定性。

2024 年净利率取决于收入与费用之间的相对表现: 我们预计 2024 年李宁的零售折扣依然有一定改善的空间, 因此我们判断李宁 2024 年毛利率有望同比扩张。然而, 奥运年通常为运动服饰的投资大年, 我们预计公司将在 2024 年加大对品牌和市场的投入。结合较多新品的发布, 我们认为李宁 2024 年的销售费用同比将录得显著增长。同时, 我们预计公司在香港新购置物业相关的折旧以及购置物业和股份回购导致的现金水平减少 (从而导致利息收入降低), 对 2024 年的净利润可能带来接近人民币 2 亿元的影响。基于以上分析, 我们认为 2024 年净利率是否能实现同比改善, 取决于公司收入增长是否能快于费用率的增长, 从而带来较为显著的经营杠杆。

下调 2024-2025 年盈利预测与目标价, 但维持李宁“买入”评级: 我们适度下调 2024-2025 年的盈利预测。基于当前 11x 2024 P/E 以及 1.6x 2024 P/B, 我们认为李宁公司 2023 年业绩不及预期以及 2024 年较大的盈利不确定性已基本被市场消化。但在终端需求与市场情绪都不见好转的情况下, 我们认为李宁短期不具备股价反弹的条件。我们依然看好李宁长期的品牌价值, 并相信李宁的股价在市场情绪改善的情况下有望表现出优于行业的弹性。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	27,219	27,342		-0.5%	29,454	30,669	-4.0%	32,210	34,493	-6.6%
毛利润	13,130	13,063		0.5%	14,343	15,063	-4.8%	15,820	17,032	-7.1%
毛利率	48.2%	47.8%		0.5 pct	48.7%	49.1%	-0.4 pct	49.1%	49.4%	-0.3 pct
归母净利润	3,072	3,091		-0.6%	3,361	4,001	-16.0%	3,896	4,776	-18.4%
归母净利率	11.3%	11.3%		0.0 pct	11.4%	13.0%	-1.6 pct	12.1%	13.8%	-1.8 pct

E=浦银国际预测

资料来源: 公司公告、浦银国际

林闻嘉

首席消费分析师
richard_lin@spdbi.com
(852) 2808 6433

桑若楠, CFA

消费分析师
serena_sang@spdbi.com
(852) 2808 6439

2024 年 1 月 22 日

李宁 (2331.HK)

买入

目标价 (港元)	19.8
潜在升幅/降幅	+22.4%
目前股价 (港元)	16.2
52 周内股价区间 (港元)	15.7-82.7
总市值 (百万港元)	42,479
近 3 月日均成交额 (百万港元)	670.9

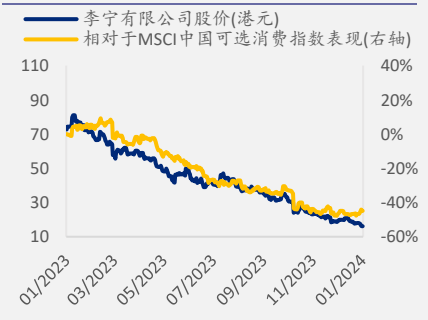
注: 截至 2024 年 1 月 19 日收盘价

市场预期区间



资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



*数据截至 2024 年 1 月 19 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

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	22,572	25,803	27,219	29,454	32,210
同比	56.1%	14.3%	5.5%	8.2%	9.4%
销售成本	-10,603	-13,319	-14,090	-15,111	-16,390
毛利	11,969	12,485	13,130	14,343	15,820
毛利率	53.0%	48.4%	48.2%	48.7%	49.1%
销售费用	-6,138	-7,314	-8,604	-9,045	-9,718
管理费用	-1,095	-1,089	-1,373	-1,594	-1,739
其他经营收入及收益(损失)	400	805	500	400	400
经营溢利	5,136	4,887	3,653	4,104	4,763
经营利润率	22.8%	18.9%	13.4%	13.9%	14.8%
净融资成本	33	327	226	149	199
税前溢利	5,328	5,415	4,096	4,482	5,195
所得税开支	-1,317	-1,351	-1,024	-1,120	-1,299
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	3,072	3,361	3,896
归母净利率	17.8%	15.7%	11.3%	11.4%	12.1%
同比	136.1%	1.3%	-24.4%	9.4%	15.9%

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	4,096	4,482	5,195
折旧	1,051	1,344	907	1,065	1,161
摊销	90	110	52	55	59
融资开支净额	-125	-484	-247	-251	-301
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	4,728	5,351	6,113
存货减少/(增加)	-408	-682	228	-118	-196
应收贸易款项(增加)/减少	-285	-94	51	-80	-98
其他应收款项减少/(增加)	-345	-168	7	-7	-8
应付贸易款项(减少)/增加	372	-15	191	212	168
其他应付款项及应计费用增加	1,492	-174	706	652	468
受限制银行存款减少/(增加)	0	0	0	0	0
已付所得税	-456	-1,316	-1,024	-1,120	-1,299
经营活动所得(所用)现金净额	6,525	3,914	4,887	4,890	5,149
购入物业、机器及设备	-985	-1,757	-3,000	-800	-800
购入土地使用权	-913	-353	4	4	4
购入无形资产	-43	-74	-65	-55	-59
已收取利息	224	336	263	267	317
其他	-4,822	-7,634	-1,000	0	0
投资活动所用现金净额	-6,539	-9,481	-3,798	-585	-538
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	-2,000	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	-2,175	-778	-1,425
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	-4,110	-794	-1,441
现金及现金等价物变动	7,583	-7,455	-3,021	3,512	3,170
于年初的现金及现金等价物	7,187	14,745	7,382	4,361	7,873
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	4,361	7,873	11,043

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	5,328	5,063	4,702
使用权资产	1,333	2,022	2,522	2,522	2,522
土地使用权	163	159	155	151	147
无形资产	188	217	230	230	230
其他	4,959	4,596	5,596	5,596	5,596
非流动资产	11,603	21,252	24,854	24,585	24,221
存货	1,773	2,428	2,200	2,318	2,515
应收贸易款项	903	1,020	969	1,049	1,147
其他应收款项-即期部分	79	88	82	88	97
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	4,361	7,873	11,043
其他	771	832	832	832	832
流动资产	18,672	12,395	9,088	12,804	16,276
应付贸易款项	1,599	1,584	1,776	1,987	2,155
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	4,355	5,007	5,476
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	8,138	9,002	9,639
租赁负债	956	1,474	1,974	1,974	1,974
其他	510	600	600	600	600
非流动负债	1,467	2,074	2,574	2,574	2,574
股本	239	240	240	240	240
储备	20,863	24,089	22,987	25,570	28,042
非控制性权益	3	2	2	2	2
权益	21,104	24,332	23,229	25,813	28,285

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	1.16	1.31	1.56
每股销售额	8.89	9.80	10.31	11.49	12.88
每股股息	0.47	0.46	0.47	0.52	0.62
同比变动					
收入	56.1%	14.3%	5.5%	8.2%	9.4%
经营溢利	133.9%	-4.9%	-25.2%	12.3%	16.0%
归母净利润	136.1%	1.3%	-24.4%	9.4%	15.9%
摊薄每股收益	133.6%	-2.3%	-24.6%	12.6%	18.8%
费用与利润率					
毛利率	53.0%	48.4%	48.2%	48.7%	49.1%
经营利润率	22.8%	18.9%	13.4%	13.9%	14.8%
归母净利率	17.8%	15.7%	11.3%	11.4%	12.1%
回报率					
平均股本回报率	26.9%	17.9%	12.9%	13.7%	14.4%
平均资产回报率	17.9%	12.7%	9.1%	9.4%	10.0%
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	1.1	1.4	1.7
速动比率(x)	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4
现金比率(x)	1.9	1.0	0.5	0.9	1.1
负债/权益(%)	43.5%	38.3%	46.1%	44.8%	43.2%
估值					
市盈率(x)	9.3	9.6	12.7	11.2	9.5
市销率(x)	1.7	1.5	1.4	1.3	1.1
股息率	2.9%	2.9%	2.9%	3.2%	3.8%

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	1H23	YOY	2H22	2H23E	YOY	2022	2023E	YOY
收入	12,409	14,019	13.0%	13,395	13,200	-1.5%	25,803	27,219	5.5%
销售成本	-6,208	-7,180	15.7%	-7,111	-6,909	-2.8%	-13,319	-14,090	5.8%
毛利润	6,201	6,839	10.3%	6,284	6,291	0.1%	12,485	13,130	5.2%
毛利率	50.0%	48.8%		46.9%	47.7%		48.4%	48.2%	
销售费用	-3,383	-3,948	16.7%	-3,931	-4,655	18.4%	-7,314	-8,604	17.6%
销售费用率	27.3%	28.2%		29.3%	35.3%		28.3%	31.6%	
行政费用	-511	-580	13.5%	-578	-793	37.1%	-1,089	-1,373	26.1%
行政费用率	4.1%	4.1%		4.3%	6.0%		4.2%	5.0%	
营业费用	-3,894	-4,528	16.3%	-4,509	-5,448	20.8%	-8,403	-9,976	18.7%
营业费用率	31.4%	32.3%		33.7%	41.3%		32.6%	36.7%	
核心经营利润	2,307	2,310	0.1%	1,775	843	-52.5%	4,082	3,153	-22.7%
核心经营利润率	18.6%	16.5%		13.2%	6.4%		15.8%	11.6%	
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	1,178	-47.5%	4,887	3,653	-25.2%
经营利润率	21.3%	17.7%		16.7%	8.9%		18.9%	13.4%	
财务费用	174	224	28.8%	153	2	-98.7%	327	226	-31.0%
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	1,296	-48.1%	5,415	4,096	-24.4%
所得税	-730	-680	-6.9%	-622	-345	-44.6%	-1,351	-1,024	-24.2%
归母净利润	2,189	2,121	-3.1%	1,875	951	-49.3%	4,064	3,072	-24.4%
归母净利润率	17.6%	15.1%		14.0%	7.2%		15.7%	11.3%	

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 (2331.HK)



注: 数据截至 2024 年 1 月 19 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 4: SPDBI 消费行业覆盖公司

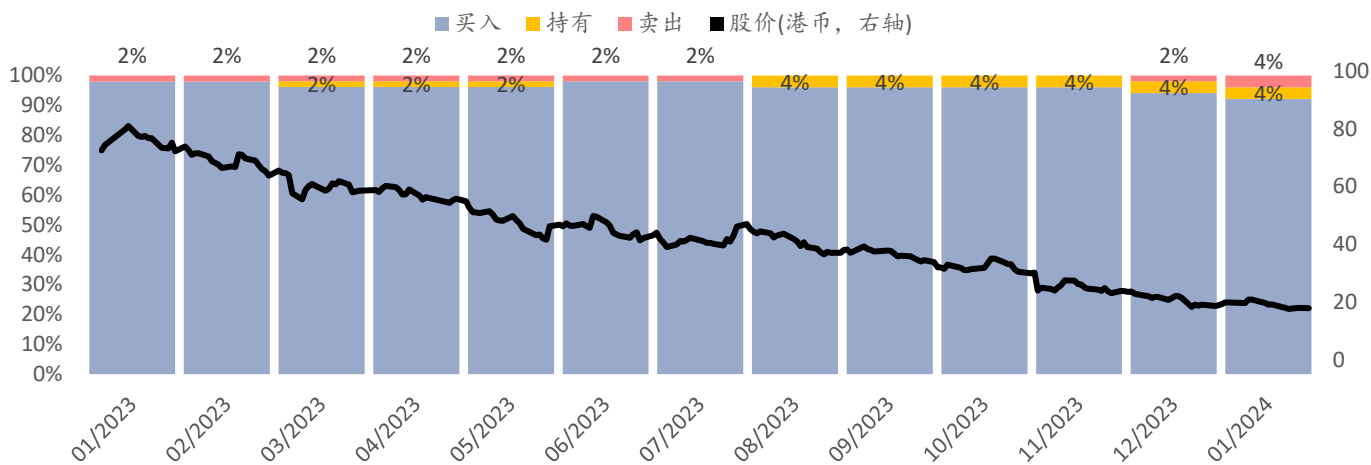
股票代码	公司	现价(LC)	评级	目标价(LC)	评级及目标价发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	16.2	买入	19.8	2024年1月22日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	65.8	买入	85.2	2024年1月5日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.7	买入	0.8	2023年8月14日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	5.4	买入	8.4	2023年12月16日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	3.0	买入	10.0	2023年4月3日	零售餐饮
YUMC.US Equity	百胜中国	35.7	买入	67.7	2023年11月1日	零售餐饮
9987.HK Equity	百胜中国	274.2	买入	528.2	2023年11月1日	零售餐饮
6862.HK Equity	海底捞	13.1	持有	24.9	2023年8月30日	零售餐饮
9658.HK Equity	特海国际	9.2	买入	21.1	2023年9月5日	零售餐饮
9922.HK Equity	九毛九	5.1	买入	17.1	2023年8月23日	零售餐饮
291.HK Equity	华润啤酒	30.5	买入	39.4	2024年1月11日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	61.1	买入	115.9	2023年8月17日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	12.1	买入	17.9	2023年11月29日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	46.2	买入	81.7	2023年10月30日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	71.0	持有	98.2	2023年10月30日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	8.2	卖出	7.6	2022年1月26日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	26.9	买入	31.3	2024年1月16日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	17.3	买入	23.9	2024年1月16日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	8.3	持有	12.6	2022年8月1日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	3.7	持有	5.4	2023年8月30日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	2.5	持有	4.3	2023年5月2日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	16.0	买入	19.8	2023年10月30日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	1.2	买入	3.7	2022年8月1日	乳制品
1117.HK Equity	现代牧业	0.6	买入	1.3	2022年8月1日	乳制品
6683.HK Equity	巨星传奇	7.8	买入	7.8	2023年9月13日	新零售
603605.CH Equity	珀莱雅	92.7	买入	125.9	2023年12月11日	化妆品
2367.HK Equity	巨子生物	33.2	买入	43.0	2024年1月11日	化妆品
688363.CH Equity	华熙生物	67.4	持有	70.1	2023年12月11日	化妆品
300957.CH Equity	贝泰妮	65.8	持有	76.5	2023年12月11日	化妆品

注: 截至 2024 年 1 月 19 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

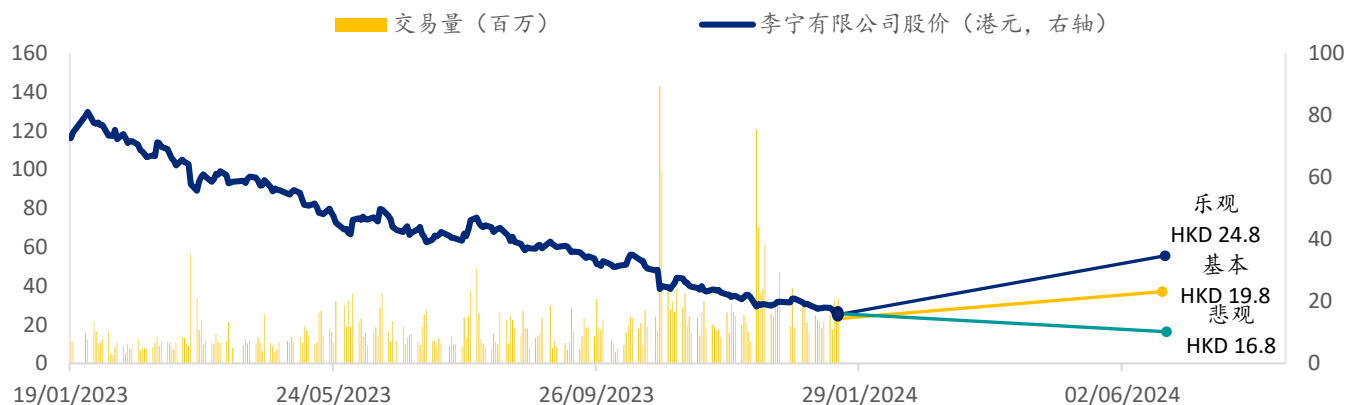
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 5: 李宁 (2331.HK) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 6: 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: 24.8 港元
概率: 25%

- 李宁主品牌 2024 年线下收入同比增长 15%;
- 李宁电商 2024 年收入同比增长 10%;
- 毛利率 2024 年同比扩张 100bps;
- 销售费用率 2024 年同比收窄 150bps;

悲观情景: 公司收入和利润率增长不及预期
目标价: 16.8 港元
概率: 20%

- 李宁主品牌 2024 年线下收入同比增长 5%;
- 李宁电商 2024 年收入同比持平;
- 毛利率 2024 年同比持平;
- 销售费用率 2024 年同比收窄 50bps;

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团 - 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联属公司、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个人。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

周文頌

tallan_zhou@spdbi.com
852-2808 6476

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com
852-2808 6468

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

