



李宁 (2331.HK): 增长动能不及竞争对手, 估值性价比有所减弱; 下调至“持有”

自4月22日公布1Q24运营数据以来, 李宁股价已累计上涨超20%。我们判断这一轮大幅上涨主要是外资短期回流抄底所致。尽管1Q24零售折扣同比有所改善, 渠道库存基本企稳, 但线下流水增长趋势不容乐观, 预示着品牌地位可能有被赶超之势。本轮上涨以后, 李宁交易在15x 2024 PE。考虑到相对较弱的增长动能, 我们认为李宁当前估值性价比已不显著。我们下调李宁目标价至23.0港元, 并下调至“持有”评级。

• 为什么下调至“持有”?

- 短期流水表现弱于竞对:** 李宁1Q24线上流水同比增长20%低段(与安踏相近), 但线下流水表现弱于主要竞对。其中, 批发门店流水同比下降中单位数, 而正价直营门店的流水同比下降幅度与批发门店相近。
- 强势品类丢失市场份额:** 尽管1Q24跑步品类流水维持强劲增长, 但篮球品类流水同比有所下滑。考虑到安踏、361度等竞对1Q24在篮球品类上的积极投入以及快速增长, 我们有理由相信李宁在篮球品类上正在丢失市场份额。
- 品牌力优势可能承压:** 2023年的巴黎时装周及巴特勒中国行并未对李宁的品牌力和产品力起到明显的帮助。而在市场营销和新品布局方面, 李宁今年依然乏善可陈。在对手积极的新品推广及奥运营销下, 我们担心李宁的品牌力优势将会减小。
- 市场对2024年预期过高:** 我们认为市场对李宁2024年净利润目前的一致预期偏高, 有较大下调的风险。我们认为不少投资者依然低估了额外的物业折旧、联营企业去年一次性盈利、利息收入下降对公司2024年利润率的负面影响。
- 估值性价比已不再显著:** 基于我们的预测, 李宁目前交易在15x 2024 PE。基于我们对公司2023-26E净利润复合增长率8.3%的预测, 我们认为李宁目前的估值并不具备很高的性价比和吸引力。

• **为什么不是“卖出”评级?** 尽管李宁2024年的线下流水、品牌力、以及市场份额都面临较大的挑战, 但我们同时看到李宁的渠道库存与库龄结构已恢复到相对健康的水平。在这一基础上, 各个渠道的零售折扣都开始出现显著的同比改善。我们认为相较2H23, 李宁目前的基本面已恢复稳健。虽然短期趋势不如竞对, 但李宁在国产运动服饰领域的品牌力依然处在领先水平。基于较高的净现金水平(截止至2023年底达179.8亿元), 李宁无论在品牌投入、市场营销还是加大资本市场回报(包括回购和派息)等方面都有很大的可操作空间。

• **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	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	25,803	27,598	28,952	31,414	33,848
同比变动 (%)	14.3%	7.0%	4.9%	8.5%	7.7%
归母净利润	4,064	3,187	3,218	3,640	4,046
同比变动 (%)	1.3%	-21.6%	1.0%	13.1%	11.1%
PE (X)	12.5	15.7	15.6	13.7	12.3
ROE (%)	17.9%	13.1%	12.9%	13.6%	13.8%

E=浦银国际预测 资料来源: 公司公告、浦银国际

林闲嘉

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4月30日

评级

持有

目标价(港元)	23.0
潜在升幅/降幅	+10.0%
目前股价(港元)	20.9
52周内股价区间(港元)	14.9-65.0
总市值(百万港元)	54,016
近3月日均成交额(百万港元)	532.9

注: 截至2024年4月29日收盘价



股价表现



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)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	25,803	27,598	28,952	31,414	33,848
同比	14.3%	7.0%	4.9%	8.5%	7.7%
销售成本	-13,319	-14,246	-14,868	-16,045	-17,223
毛利	12,485	13,352	14,084	15,368	16,625
毛利率	48.4%	48.4%	48.6%	48.9%	49.1%
销售费用	-7,314	-9,080	-9,427	-10,172	-10,872
管理费用	-1,089	-1,237	-1,367	-1,394	-1,492
其他经营收入及收益 (损失)	805	524	500	500	500
经营盈利	4,887	3,559	3,791	4,302	4,761
经营利润率	18.9%	12.9%	13.1%	13.7%	14.1%
净融资成本	327	319	247	292	360
税前盈利	5,415	4,256	4,291	4,854	5,395
所得税开支	-1,351	-1,069	-1,073	-1,213	-1,349
所得税率	25.0%	25.1%	25.0%	25.0%	25.0%
少数股东权益	0	0	0	0	0
归母净利润	4,064	3,187	3,218	3,640	4,046
归母净利率	15.7%	11.5%	11.1%	11.6%	12.0%
同比	1.3%	-21.6%	1.0%	13.1%	11.1%

现金流量表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
除所得税前盈利	5,415	4,256	4,291	4,854	5,395
折旧	1,344	1,016	1,129	1,164	1,256
摊销	110	55	59	62	66
融资开支净额	-484	-442	-393	-439	-506
其他	-22	-24	0	0	0
未计营运资金变动前之经营盈利	6,363	4,862	5,086	5,642	6,210
存货减少 / (增加)	-682	-65	49	-194	-194
应收贸易款项 (增加) / 减少	-94	-185	95	-94	-93
其他应收款项减少 / (增加)	-168	-89	91	-7	-7
应付贸易款项 (减少) / 增加	-15	205	-38	139	139
其他应付款项及应计费用增加	-174	-393	1,666	419	414
受限制银行存款减少 / (增加)	0	0	0	0	0
已付所得税	-1,316	-1,069	-1,073	-1,213	-1,349
经营活动所得 (所用) 现金净额	3,914	3,265	5,876	4,690	5,120
购入物业、机器及设备	-1,757	-1,712	-3,000	-800	-864
购入土地使用权	-353	4	4	4	4
购入无形资产	-74	-59	-68	-62	-66
已收取利息	336	477	409	455	522
其他	-7,634	-3,089	0	0	0
投资活动所用现金净额	-9,481	-4,379	-2,655	-403	-404
股份发行	97	0	0	0	0
为限制性股份奖励计划而购入之股份	-159	-948	-1,000	0	0
新增借贷	0	0	0	0	0
偿还借贷	0	0	0	0	0
已付股利	-1,195	-2,174	-962	-1,351	-1,517
已付利息	-3	-11	-16	-16	-16
其他	-627	0	1	0	0
融资活动 (所用) 所得现金净额	-1,887	-3,133	-1,977	-1,367	-1,533
现金及现金等价物变动	-7,455	-4,247	1,244	2,920	3,183
于年初的现金及现金等价物	14,745	7,382	5,444	6,687	9,607
现金及现金等价物汇兑差额	93	0	0	0	0
于年末的现金及现金等价物	7,382	3,135	6,687	9,607	12,790

资产负债表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
物业、机器及设备	3,235	4,124	5,963	5,599	5,207
使用权资产	2,022	2,184	2,184	2,184	2,184
土地使用权	159	155	151	147	143
无形资产	217	221	230	230	230
其他	4,596	4,834	4,834	4,834	4,834
非流动资产	21,252	20,555	22,399	22,031	21,635
存货	2,428	2,493	2,444	2,638	2,831
应收贸易款项	1,020	1,206	1,110	1,205	1,298
其他应收款项 - 即期部分	88	178	87	94	102
受限制银行存款	1	1	0	0	0
现金及等同现金项目	7,382	5,444	6,687	9,607	12,790
其他	832	838	838	838	838
流动资产	12,395	13,653	14,661	17,876	21,353
应付贸易款项	1,584	1,790	1,752	1,890	2,029
租赁负债 - 即期部分	668	717	717	717	717
其他应付款项及应计费用	3,649	3,256	4,922	5,340	5,754
当期所得税负债	1,037	915	915	915	915
其他	303	591	591	591	591
流动负债	7,241	7,268	8,896	9,454	10,006
租赁负债	1,474	1,825	1,825	1,825	1,825
其他	600	707	707	707	707
非流动负债	2,074	2,533	2,533	2,533	2,533
股本	240	240	240	240	240
储备	24,089	24,167	25,423	27,713	30,242
非控制性权益	2	0	0	0	0
权益	24,332	24,407	25,663	27,953	30,482

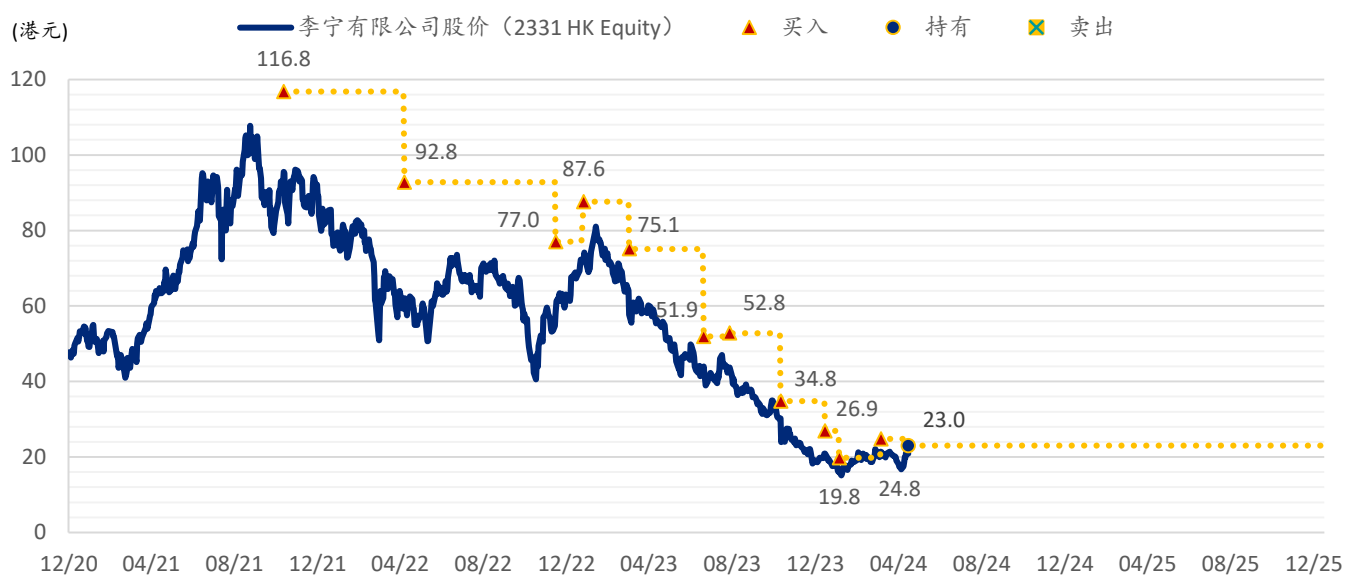
财务和估值比率

(人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	1.54	1.23	1.23	1.41	1.56
每股销售额	9.80	10.62	11.11	12.15	13.09
每股股息	0.46	0.55	0.49	0.56	0.63
同比变动					
收入	14.3%	7.0%	4.9%	8.5%	7.7%
经营盈利	-4.9%	-27.2%	6.5%	13.5%	10.7%
归母净利润	1.3%	-21.6%	1.0%	13.1%	11.1%
摊薄每股收益	-2.3%	-20.5%	0.7%	14.0%	11.1%
费用与利润率					
毛利率	48.4%	48.4%	48.6%	48.9%	49.1%
经营利润率	18.9%	12.9%	13.1%	13.7%	14.1%
归母净利率	15.7%	11.5%	11.1%	11.6%	12.0%
回报率					
平均股本回报率	17.9%	13.1%	12.9%	13.6%	13.8%
平均资产回报率	12.7%	9.4%	9.0%	9.5%	9.8%
资产效率					
库存周转天数	58	63	60	60	60
应收账款周转天数	14	15	14	14	14
应付账款周转天数	44	43	43	43	43
财务杠杆					
流动比率 (x)	1.7	1.9	1.6	1.9	2.1
速动比率 (x)	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
现金比率 (x)	1.0	0.7	0.8	1.0	1.3
负债 / 权益 (%)	38.3%	40.2%	44.5%	42.9%	41.1%
估值					
市盈率 (x)	12.5	15.7	15.6	13.7	12.3
市销率 (x)	2.0	1.8	1.7	1.6	1.5
股息率	2.2%	2.6%	2.4%	2.7%	3.0%

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 2: SPDBI 目标价: 李宁 (2331.HK)



注: 截至 2024 年 4 月 29 日收盘价;

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 3: SPDBI 消费行业覆盖公司

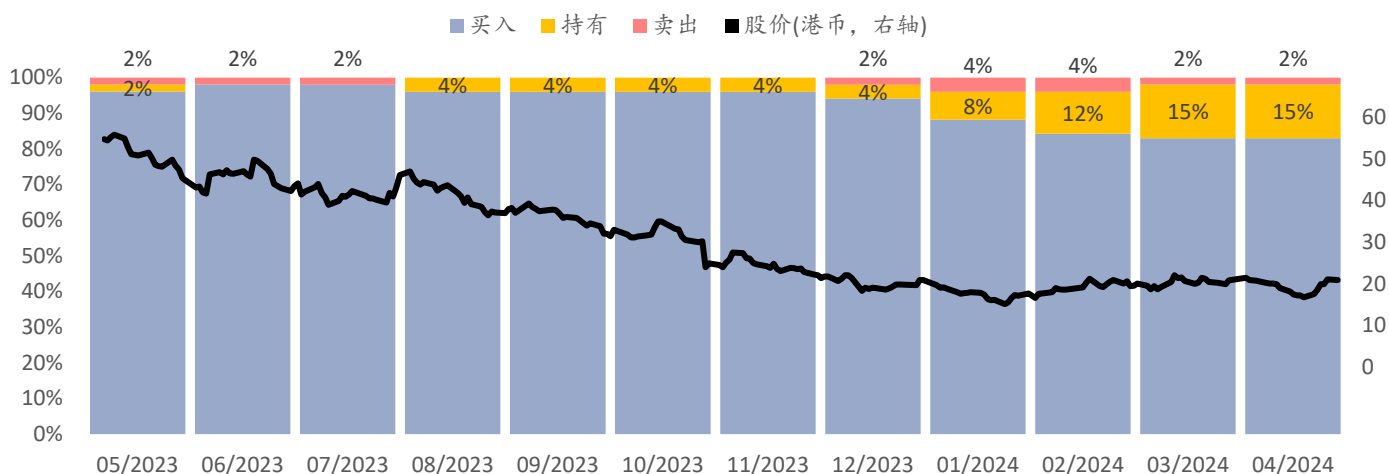
股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	20.9	持有	23.0	2024 年 4 月 30 日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	89.4	买入	101.0	2024 年 3 月 27 日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.7	买入	0.8	2024 年 3 月 14 日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	5.4	买入	7.0	2024 年 4 月 12 日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	2.8	买入	10.0	2023 年 4 月 3 日	零售餐饮
YUMC.US Equity	百胜中国	40.0	买入	67.7	2024 年 2 月 7 日	零售餐饮
9987.HK Equity	百胜中国	314.0	买入	528.2	2024 年 2 月 7 日	零售餐饮
6862.HK Equity	海底捞	17.9	持有	14.0	2023 年 1 月 30 日	零售餐饮
9658.HK Equity	特海国际	14.2	买入	18.6	2024 年 4 月 9 日	零售餐饮
9922.HK Equity	九毛九	5.1	买入	6.8	2024 年 3 月 25 日	零售餐饮
LKNCY.US Equity	瑞幸咖啡	21.0	买入	23.7	2024 年 3 月 14 日	零售餐饮
291.HK Equity	华润啤酒	35.8	买入	47.0	2024 年 3 月 19 日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	68.1	买入	115.9	2023 年 8 月 17 日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	11.2	买入	16.7	2024 年 3 月 4 日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	55.8	买入	46.4	2024 年 1 月 24 日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	79.3	持有	71.1	2024 年 1 月 24 日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	9.8	卖出	7.6	2022 年 1 月 26 日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	28.3	买入	31.3	2024 年 1 月 16 日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	16.3	买入	21.1	2024 年 3 月 27 日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	9.2	持有	12.6	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	4.3	买入	4.65	2024 年 4 月 19 日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	2.3	持有	4.3	2023 年 5 月 2 日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	13.9	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	0.7	买入	1.3	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6683.HK Equity	巨星传奇	9.4	买入	7.8	2023 年 9 月 13 日	新零售
603605.CH Equity	珀莱雅	109.7	买入	129.1	2024 年 4 月 21 日	化妆品
2367.HK Equity	巨子生物	46.2	买入	52.0	2024 年 3 月 27 日	化妆品
688363.CH Equity	华熙生物	60.5	持有	70.1	2023 年 12 月 11 日	化妆品
300957.CH Equity	贝泰妮	57.3	持有	60.6	2024 年 4 月 29 日	化妆品

注：截至 2024 年 4 月 29 日收盘价。

资料来源：Bloomberg、浦银国际。

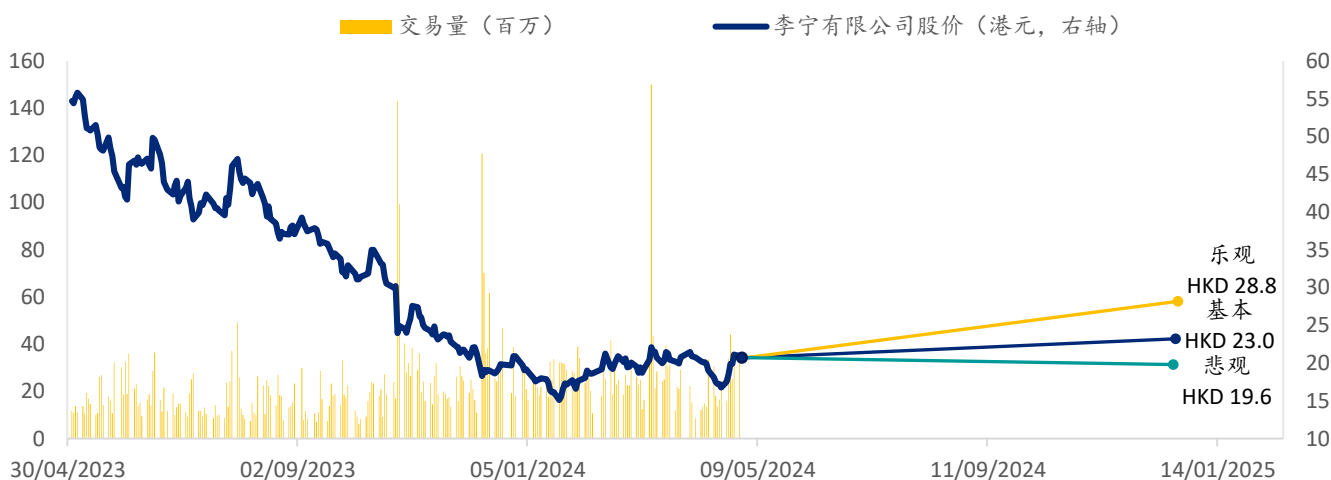
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 4: 李宁 (2331.HK) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 5: 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: 28.8 港元

概率: 25%

- 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 10%;
- 毛利率 2024 年同比扩张 80bps;
- 销售费用率 2024 年同比收窄 80bps。

悲观情景: 公司收入和利润率增长不及预期

目标价: 19.6 港元

概率: 20%

- 李宁主品牌 2024 年线下收入同比持平;
- 电商 2024 年收入同比持平;
- 毛利率 2024 年同比缩窄 50bps;
- 销售费用率 2024 年同比扩张 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

