

买入

全年指引不变，跑步矩阵表现出色

李宁 (2331.HK)

2023-08-14 星期一

投资要点

目标价：**56.00 港元**
 现价：43.70 港元
 预计升幅：28.1%

➤ **23H1 业绩略超预期，收入/净利润分别+13.0%/ -3.1%：**

23H1 公司全渠道流水同比+低双位数（其中 1Q/2Q 分别同比+中单位数/+中双位数）。期内收入高于流水增幅，主因批发渠道发货收入高于流水增速；净利润表现低于收入增幅，主因电商渠道毛利率承压。期内毛利率同比-1.2pp 至 48.8%，其中电商折扣同比加深中单位数，拉低整体毛利率 1.0pp。

展望全年：① 管理层维持原定的全年目标（流水同增中双位数，净利润率约中双位数），密切观察下半年电商流水的达成状态。② 尽管下半年有秋冬旧货去化任务，但考虑到 6 月末全渠道库存健康&去年 2H 折扣较深（约 6 折中段），预计全年毛利率仍有同比提升潜力。

重要数据

日期	2023/08/11
收盘价 (港元)	43.70
总股本 (亿股)	26.36
总市值 (亿港元)	1,152.0
净资产 (亿港元)	272.4
总资产 (亿港元)	376.7
52 周高低 (港元)	82.70/38.60
每股净资产 (港元)	10.49

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

➤ **上半年直营同店表现强于批发，7 月终端零售弱复苏：**

23H1 线下同店同比为持平（其中 1Q/2Q 线下同店分别同比-低单/+低单），7 月全渠道实现中单位数的零售流水增速，终端零售环境整体呈现弱复苏。**2Q 线下同店数据较预期稍弱，原因：**① 尽管 22Q2 线下同店同比-高双位数，但 21Q2 新疆棉事件下基数较高；② 批发同店弱于零售，部分原因是同期上海周边疫情对批发影响较直营小。同时，批发客户经营能力有待提升，体现在上半年直营在高层级市场实现 2 成流水增长，但批发客户在高层级市场并未呈现显著增长。分品类看，23H1 跑鞋驱动收入增长，跑步流水同比+33%。

主要股东

Viva China Holdings Ltd	10.30%
BlackRock, Inc.	5.82%

➤ **零售流水结构及全渠道库存健康，公司端库存的新品占比略有下降：**

23H1 零售流水结构中，6 个月以内新品占 87%；截至 6/30，全渠道库销比同比+0.2 至 3.8 倍；全渠道库龄结构上，6 个月内新品比例-1pp 至 87%。公司报表端，6 个月内新品占公司存货之比同比-8pp 至 71%。**展望全年：**去年 Q4 疫情下秋冬季货品动销不畅，从而公司报表端 7-12 个月存货占比有所上升，预计下半年应季促销后，公司报表端库龄结构将进一步改善。

相关报告

李宁 (2331.HK) 更新报告：23Q1 高基数下流水及同店承压，3-4 月趋势向好-20230425

➤ **维持买入评级，目标价 56.00 港元：**

我们的观点：产品力及渠道经营效率提升是公司未来增长的核心驱动力，我们看好公司作为本土鞋服龙头的中长期发展潜力。预计 23E 至 25E 营收分别为 295/340/393 亿元，同比+14.5%/+15.0%/+15.7%；净利润分别为 45.1/54.2/64.5 亿元，同比+10.9%/+20.3%/+19.0%。维持买入评级，目标价 56.00 港元，目标价对应 24E PE 约 25 倍。

人民币百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	22,572	25,803	29,532	33,956	39,291
同比增长 (%)	56.1%	14.3%	14.5%	15.0%	15.7%
归母净利润	4,011	4,064	4,505	5,421	6,454
同比增长 (%)	136.1%	1.3%	10.9%	20.3%	19.0%
归母净利润率	17.8%	15.7%	15.3%	16.0%	16.4%
每股盈利 (元)	1.60	1.55	1.72	2.07	2.47
PE@43.70HKD	25.4	26.1	23.6	19.6	16.4

数据来源: wind、公司公告、国元证券经纪 (香港) 预测

研究部

姓名：何丽敏
 SFC: BTG784
 电话：0755-82846267
 Email: helm@gyzq.com.hk

报告正文

23H1 业绩略超预期，收入/净利润分别+13.0%/-3.1%：

23H1 公司全渠道流水同比+低双位数（其中 1Q/2Q 分别同比+中单位数/+中双位数）。23H1 公司收入/净利润分别同比+13.0%/-3.1%。期内收入高于流水增幅，主因批发渠道维持正常发货节奏，但上半年批发发货收入高于批发流水增速；净利润表现低于收入增幅，主因电商渠道毛利率承压。期内毛利率同比-1.2pp 至 48.8%，其中电商折扣同比增加深中单位数，拉低整体毛利率 1.0pp。

展望全年：①管理层维持原定的全年目标（流水同增中双位数，净利润率约中双位数的目标），密切观察下半年电商流水的达成状态。②尽管下半年有秋冬旧货去化任务，但考虑到 6 月末全渠道库存健康&去年 2H 折扣较深（约 6 折中段），预计全年毛利率仍有同比提升潜力。

上半年直营同店表现强于批发，7 月终端零售弱复苏：

23H1 线下整体同店表现持平（其中 1Q/2Q 线下同店分别同比-低单位数/+低单位数），7 月全渠道实现中单位数的零售流水增速，终端零售环境整体呈现弱复苏。2Q 同店数据较预期稍弱，主因：①尽管 22Q2 线下同店-高双位数，但 21Q2 新疆棉事件下基数较高；②批发渠道同店弱于零售，部分原因是去年同期上海周边疫情对批发客户影响较直营小，同时批发客户经营能力有待提升，体现在上半年直营在高层级市场实现 2 成流水增长，但批发客户在高层级市场并未呈现显著增长。

分渠道看，①批发渠道：23H1 收入同比+14%（若不含专业渠道发货，则为同增 20%至 30%低段），同店同比-低单位数，流水同比+高单位数；②直营渠道：23H1 直营收入+22%，同店+中单位数，门店数同比+12%至 1,423 个；③电商收入同比+1.7%。

分品类看，23H1 跑鞋驱动收入增长，跑步/健身/篮球/运动生活品类分别+33%/ +12%/ +6%/ -2%。期内跑步品类以超轻 20/赤兔 6&pro/飞电 challenge 三大核心单品矩阵销售量 430 万双以上。

零售流水结构及全渠道库存健康，公司端库存的新品占比略有下降：

23H1 零售流水结构中，6 个月以内新品占 87%；截至 6/30，全渠道库销比同比+0.2 至 3.8 倍；全渠道库龄结构上，6 个月内新品比例-1pp 至 87%。公司报表端，6/30 库存额同比+7%至 21.2 亿元，6 个月内新品占公司存货之比同比-8pp 至 71%。

展望全年：①去年 Q4 疫情下秋冬季货品动销不畅，从而公司报表端 7-12 个月存货占比有所上升，预计下半年应季促销后，公司报表端库龄结构将进一步改善。②6 月末健康的全渠道库存水平及库龄结构，将为 2H 毛利率的改善提供坚实基础。

表 1: 李宁零售流水增长

流水	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2
整体	+ 90-100% 低段	+ 40-50% 低段	+ 30-40% 低段	+ 20-30% 高段	-高单	+ 10-20% 中段	- 10-20% 低段	+ 中单 位数	+ 10%-20% 中段
线下	+ 90-100% 低段	+ 30-40% 高段	+ 20-30% 高段	+ 20-30% 中段	-高单	+ 10-20% 中段	- 10-20% 高段	+ 高单 位数	+ 10%-20% 高段
零售	+ 80-90% 高段	+ 30-40% 中段	+ 20-30% 高段	+ 30-40% 中段	-高单	+ 20-30% 低段	- 10-20% 中段	+ 10-20% 中段	+ 20%-30% 高段
批发	+ 90-100% 低段	+ 30-40% 高段	+ 20-30% 高段	+ 20-30% 低段	-高单	+ 10-20% 低段	- 20-30% 低段	+ 中单 位数	+ 10%-20% 中段
电商	+ 90-100% 高段	+ 50-60% 中段	+ 40-50% 低段	+ 30-40% 中段	+中单	+ 20-30% 中段	+中单 位数	- 10-20% 低段	+ 10%-20% 低段

23H1 零售流水增长: 整体平台同比+低双位数, 其中线下+低双位数 (零售+22%, 批发+高单位数), 电商 +低单位数

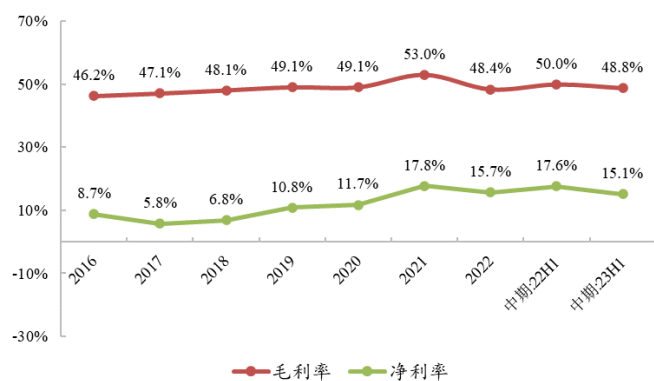
资料来源: 公司公告、国元证券经纪 (香港) 整理

表 2: 李宁同店销售增长 (SSSG)

SSSG	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2
整体	+ 80-90% 低段	+ 20-30% 高段	+ 20-30% 低段	+ 20-30% 低段	- 10-20% 低段	+ 高单 位数	-高双	-高单位数	+ 低单位数
线下	+ 70-80% 高段	+ 20-30% 中段	+ 20-30% 低段	+ 10-20% 中段	- 10-20% 高段	+ 高单 位数	-低 20%	- 低单位数	+ 低单位数
零售	+ 90-100% 低段	+ 30-40% 低段	+ 20-30% 中段	+ 20-30% 中段	-10-20% 高段	+ 中单 位数	-高 20%	- 低单位数	+ 高单位数
批发	+ 70-80% 低段	+ 20-30% 中段	+ 10-20% 高段	+ 10-20% 低段	- 10-20% 高段	+ 高单 位数	-低 20%	- 低单位数	+ 低单位数
电商	+ 80-90% 高段	+ 30-40% 中段	+ 20-30% 高段	+ 30-40% 中段	+低单 位数	+ 10-20% 中段	-低单 位数	- 20-30% 低段	+ 低单位数

23H1 同店销售增长: 整体平台同比-低单位数, 其中线下持平 (零售+中单位数, 批发-低单位数), 电商 -低双位数

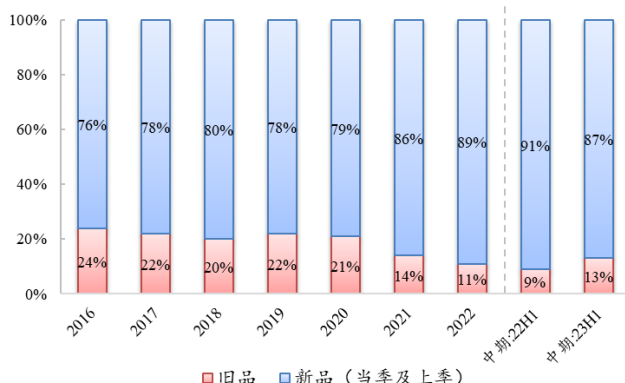
资料来源: 公司公告、国元证券经纪 (香港) 整理

图 5: 李宁公司毛利率和净利率


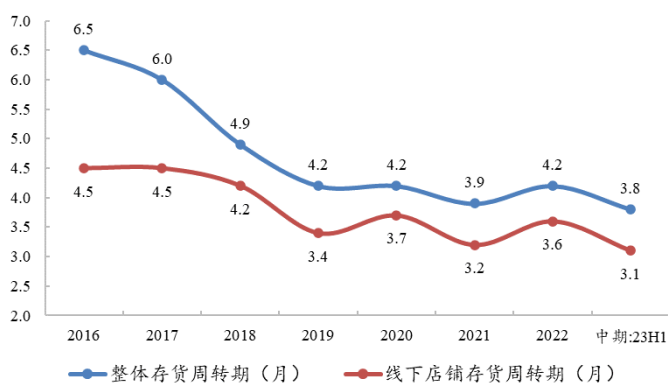
资料来源: 公司公告、国元证券经纪 (香港) 整理

图 6: 李宁公司 2023H1 毛利率影响因素

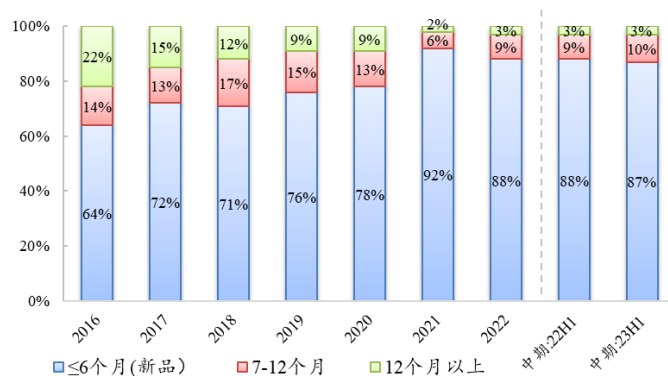

资料来源: 公司公告、国元证券经纪 (香港) 整理

图 7：李宁公司的零售流水结构


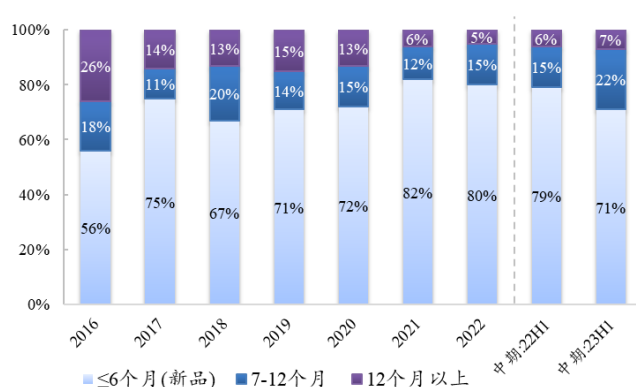
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 9：李宁的全渠道及线下店铺存货周转期


资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 8：李宁公司的渠道端存货结构


资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 10：李宁公司的公司端存货结构


资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

维持买入评级，目标价 56.00 港元：

我们的观点：产品力及渠道经营效率提升是公司未来增长的核心驱动力，我们看好公司作为本土鞋服龙头的中长期发展潜力。我们预计 23E 至 25E 营收分别为 295/ 340/ 393 亿元，同比+14.5%/ +15.0%/ +15.7%；净利润分别为 45.1 / 54.2 / 64.5 亿元，同比+10.9%/ +20.3%/ +19.0%。维持买入评级，目标价 56.00 港元，目标价对应 24E PE 约 25 倍。

风险提示：

终端消费需求疲弱、行业竞争格局恶化、管理层变动等。

财务报表摘要

资产负债表						利润表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	18,672	12,395	16,017	20,333	25,432	营业收入	22,572	25,803	29,532	33,956	39,291
现金	14,745	7,382	10,324	13,845	18,009	营业成本	-10,603	-13,319	-15,061	-16,832	-19,252
应收账款	903	1,020	1,122	1,235	1,358	毛利	11,969	12,485	14,471	17,124	20,038
其他资产即期部分	771	832	915	1,006	1,107	销售费用	-6,138	-7,314	-8,269	-9,406	-10,805
存货	1,773	2,428	2,914	3,496	4,196	管理费用	-1,111	-1,113	-1,299	-1,494	-1,690
其他	481	733	742	751	762	其他收益	400	805	420	420	420
非流动资产	11,603	21,252	21,577	21,922	22,290	营业利润	5,136	4,887	5,347	6,668	7,988
物业、厂房及设备	1,626	3,235	3,396	3,566	3,744	财务收入/(费用)净额	33	327	443	340	393
有使用权资产	1,333	2,022	2,063	2,104	2,146	权益法核算的投资	159	201	201	201	201
递延税项资产	708	693	763	839	923	除税前溢利	5,328	5,415	5,991	7,209	8,582
无形资产和土地使用权	350	376	403	432	463	所得税	-1,317	-1,351	-1,486	-1,788	-2,128
其他	7,586	14,925	14,952	14,982	15,014	净利润	4,011	4,064	4,505	5,421	6,454
资产总计	30,275	33,647	37,593	42,256	47,722	少数股东损益	0	0	0	0	0
流动负债	7,704	7,241	7,828	8,469	9,169	归属于母公司净利:	4,011	4,064	4,505	5,421	6,454
应付账款	1,599	1,584	1,664	1,747	1,834	EPS (元)	1.60	1.55	1.72	2.07	2.47
合同负债	346	252	265	278	292						
应付负债及其他应付	4,025	3,649	3,941	4,256	4,596						
应交税费	1,308	1,037	1,141	1,255	1,381						
其他	426	718	818	934	1,066						
非流动负债	1,467	2,074	2,280	2,506	2,755	主要财务比率					
递延所得税负债	427	519	571	628	690	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
租赁负债	956	1,474	1,621	1,783	1,962	成长性					
其他	84	81	88	95	103	营业收入yoy	56.1%	14.3%	14.5%	15.0%	15.7%
负债合计	9,171	9,315	10,108	10,975	11,924	营业利润yoy	133.9%	-4.9%	9.4%	24.7%	19.8%
股本	239	240	240	240	240	归母净利yoy	136.1%	1.3%	10.9%	20.3%	19.0%
储备	20,901	24,270	27,424	31,218	35,736	盈利能力					
少数股东权益	3	2	2	2	2	毛利率	53.0%	48.4%	49.0%	50.4%	51.0%
股份奖励计划所持股份	-38	-181	-181	-181	-181	营业利润率	22.8%	18.9%	18.1%	19.6%	20.3%
股东权益合计	21,104	24,332	27,485	31,280	35,798	净利率	17.8%	15.7%	15.3%	16.0%	16.4%
负债及权益合计	30,275	33,647	37,594	42,256	47,722	ROA	17.9%	12.7%	12.6%	13.6%	14.3%
						ROE	26.9%	17.9%	17.4%	18.5%	19.2%
						偿债能力					
						资产负债率	30.3%	27.7%	26.9%	26.0%	25.0%
						负债权益比	43.5%	38.3%	36.8%	35.1%	33.3%
						流动比率	2.0	1.3	1.6	1.9	2.1
						营运能力					
						存货周转天数	54	58	64	69	72
						应收帐款天数	13	14	13	12	12
						每股资料 (元)					
						每股收益	1.60	1.55	1.72	2.07	2.47
						每股净资产	8.4	9.3	10.5	12.0	13.7
						估值比率					
						PE@43.7HKD	25.4	26.1	23.6	19.6	16.4
						PB	4.8	4.4	3.9	3.4	3.0

现金流量表

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
除税前溢利	5,328	5,415	5,991	7,209	8,582
折旧摊销	1,091	1,393	2,677	2,788	2,904
营运资金变动	826	-1,133	-147	-220	-312
所得税	-456	-1,316	-1,486	-1,788	-2,128
经营活动现金流	6,525	3,914	6,103	7,031	8,062
投资活动现金流	-6,539	-9,481	-2,056	-2,161	-2,272
筹资活动现金流	7,596	-1,887	-1,104	-1,349	-1,625
现金净增加额	7,583	-7,455	2,942	3,520	4,164
现金期初金额	7,187	14,745	7,382	10,324	13,845
现金期末金额	14,745	7,382	10,324	13,845	18,009

投资评级定义和免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）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。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>