

买入

23Q1 高基数下流水及同店承压，3-4 月趋势向好

李宁 (2331.HK)

2023-04-25 星期二

投资要点

目标价：**76.0 港元**
 现价：56.90 港元
 预计升幅：33.6%

重要数据

日期	2023/04/24
收盘价 (港元)	56.90
总股本 (亿股)	26.36
总市值 (亿港元)	1499.9
净资产 (亿港元)	272.4
总资产 (亿港元)	376.7
52 周高低 (港元)	82.70/39.75
每股净资产 (港元)	10.34

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

主要股东

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

相关报告

李宁 (2331.HK) 更新报告: 库存健康, 专业功能产品及效率提升驱动增长-20230321

研究部

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

➤ 23Q1 全渠道零售流水同增中单位数, 渠道数量及质量提升驱动增长:

23Q1 李宁全渠道流水同比+中单位数, 全平台同店同比-高单位数。一季度流水增速高于同店增速, 原因: ①22 年新开店及改扩店, 推动渠道数量和质量提升, 该部分贡献流水增长但不计入同店口径; ②22Q1 高基数导致同店增速承压。销售点方面, 李宁大货销售点数量共计 6,206 个, 同比+5.7% (同增 334 个), 其中直营/批发分别+273/ +61 个。流水增长方面, 线下流水+高单位数 (其中直营/批发+10%至 20%中段/+中单), 电商下滑 10 至 20%低段。同店方面, 直营和批发同店下滑低单, 电商同店下滑 20%至 30%低段。

➤ 3 月以来流水复苏提速趋势显著, 同店显著改善, 全年流水目标积极:

23 年 3 月和 4 月 MTD 零售流水表现较 1-2 月大幅改善。高基数下 23 年 1-2 月线下流水同比+低单位数; 而预计 3 月线下流水同增 20%高段, 线上增速转正, 全渠道增 20%以上; 预计 4 月 MTD (截至 19 日) 线下流水同增 30%+, 线上进一步改善, 全渠道增 20%以上。同店改善显著, 3 月份同店已恢复正增长。展望全年, 收入增长目标维持在 10-20%中段, 流水目标积极。2023 年直营/批发/电商流水目标分别为+高双至 20%低段/+20 至 25%/ 中双位数。公司聚焦专业功能性产品矩阵的策略成效初现, 构建了超轻 20、赤兔 6、赤兔 pro、飞电 3 challenge 的专业大单品矩阵, 跑鞋等鞋品类已有补单出现。

➤ 库存维持高健康度, 折扣逐月改善趋势显著:

全渠道库销比及库龄结构出色。一季度末全渠道库销比环比大致持平在 4-4.5 (22Q4 为 4.2), 6 个月以内新品占比在 80%高段。折扣方面, 23Q1 零售折扣同比加深中单位数, 但逐月改善趋势显著——3 月折扣同比加深幅度缩窄至低单, 4 月以来新品上市带动折扣同比改善低单, 恢复到 7 折以上水平。展望全年, 零售折扣目标为同比改善低单位数。

➤ 维持买入评级, 目标价 76.0 港元:

我们的观点: 22 年逆势下总门店数 7% 的增长为复苏打下基础, 预计今年持续的改扩店和门店净增仍将助力零售增长。公司库存健康度较高, 去库压力相对小。重点关注折扣改善力度, 若折扣改善趋势延续, 全年业绩存在超预期的可能。我们预计 23E 至 25E 营收分别为 300/ 353/ 411 亿元, 同比+16.3%/ +17.6%/ +16.6%; 净利润分别为 48.7/ 58.9/ 70.1 亿元, 同比+20%/ +21%/ +19%。维持买入评级, 目标价 76.0 港元, 目标价对应 24E PE 约 29 倍。

人民币百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	22,572	25,803	30,004	35,286	41,144
同比增长 (%)	56.1%	14.3%	16.3%	17.6%	16.6%
归母净利润	4,011	4,064	4,872	5,892	7,011
同比增长 (%)	136.1%	1.3%	19.9%	21.0%	19.0%
归母净利率	17.8%	15.7%	16.2%	16.7%	17.0%
每股盈利	1.60	1.55	1.86	2.25	2.68
PE@56.90HKD	30.6	31.5	26.3	21.7	18.3

数据来源: wind、公司公告、国元证券经纪 (香港) 预测

报告正文

23Q1 全渠道零售流水同增中单位数，渠道数量及质量提升驱动增长：

23Q1 李宁全渠道流水同比+中单位数，全平台同店同比-高单位数。一季度零售流水增速高于同店增速，主要原因：①2022 年新开店及改扩店，推动渠道数量提升和质量提升，该部分贡献流水增长但不计入同店口径；以及②去年 Q1 高基数导致同店增速承压。

销售点方面，李宁大货于中国的销售点数量共计 6,206 个，同比+5.7%（同增 334 个），其中直营/批发渠道分别同比增加 273/61 个。流水增长方面，一季度直营渠道零售流水增速快于批发渠道，原因是直营渠道拓店提速。线下流水录得高单位数增长（其中直营同增 10%-20%中段，批发同增中单位数），电商渠道录得 10-20%低段下降。同店增长方面，直营和批发同店下滑低单位数，电商同店下滑 20%至 30%低段。

表 1：李宁零售流水增长

流水	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1
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
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
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
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
电商	+ 90%-100% 高段	+ 50-60% 中段	+ 40-50% 低段	+ 30%-40% 中段	+中单 位数	+ 20-30% 中段	+中单位数	- 10%-20% 低段

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）

流水	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1
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
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%	
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
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
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

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

3月以来流水复苏提速趋势显著，同店显著改善，全年流水目标积极：

2023年3月和4月MTD（截至19日）零售流水表现较1-2月大幅改善。高基数下23年1-2月线下流水同比+低单位数，而预计3月线下流水同增20%高段，线上增速转正，全渠道达20%以上流水增长；预计4月MTD（截至19日）线下流水同比增30%+，线上进一步改善，全渠道流水增长20%以上。同店改善显著，在经历了1-2月的高基数压力后，3月份同店已恢复正增长。

展望全年，2023年流水目标积极——2023年的收入增长目标维持在10-20%中段；直营/批发/电商流水目标分别为+高双至20%低段/+20至25%/中双位数。全年的大货门店净增目标为大货250个。公司聚焦专业功能性产品矩阵的策略成效初现，构建了超轻20、赤兔6、赤兔pro、飞电3 challenge的专业大单品矩阵，至今销售表现符合既定目标，鞋品类尤其是跑鞋已有补单需求出现。

库存维持高健康度，折扣逐月改善趋势显著：

全渠道库销比及库龄结构出色，表明公司库存管理维持高健康度。一季度末全渠道库销比环比大致持平在4-4.5（22Q4为4.2），6个月以内新品占比在80%高段。折扣方面，23Q1零售折扣同比加深中单位数，但3-4月以来折扣逐月改善趋势显著——3月零售折扣同比加深幅度缩窄至低单位数，4月以来新品上市带动折扣同比改善低单位数，恢复到7折以上水平。**展望全年**，公司全年零售折扣目标为同比改善低单位数。若零售折扣能延续逐月改善的趋势，将有望带动公司毛利率修复。

维持买入评级，目标价76.0港元：

我们的观点：展望2023年，22年逆势下总门店数7%的增长为复苏打下基础，预计今年持续的改扩店和门店净增仍将助力零售增长。公司库存管理健康度较高，清库存和折扣压力相对小。重点关注折扣改善力度，若折扣显著改善的趋势延续，我们认为公司全年业绩存在超预期的可能。我们预计23E至25E营收分别为300/353/411亿元，同比+16.3%/+17.6%/+16.6%；净利润分别为48.7/58.9/70.1亿元，同比+20%/+21%/+19%。维持买入评级，目标价76.0港元，目标价对应24E PE约29倍。

风险提示：

消费需求复苏不及预期、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 单位: 百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	18,672	12,395	16,273	20,920	26,408
现金	14,745	7,382	10,581	14,431	18,985
应收账款	903	1,020	1,122	1,235	1,358
其他资产即期部分	771	832	915	1,006	1,107
存货	1,773	2,428	2,914	3,496	4,196
其他	481	733	742	751	762
非流动资产	11,603	21,252	21,577	21,922	22,290
物业、厂房及设备	1,626	3,235	3,396	3,566	3,744
有使用权资产	1,333	2,022	2,063	2,104	2,146
递延税项资产	708	693	763	839	923
无形资产和土地使用权	350	376	403	432	463
其他	7,586	14,925	14,952	14,982	15,014
资产总计	30,275	33,647	37,850	42,842	48,698
流动负债	7,704	7,241	7,828	8,469	9,169
应付账款	1,599	1,584	1,664	1,747	1,834
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
递延所得税负债	427	519	571	628	690
租赁负债	956	1,474	1,621	1,783	1,962
其他	84	81	88	95	103
负债合计	9,171	9,315	10,108	10,975	11,924
股本	239	240	240	240	240
储备	20,901	24,270	27,680	31,805	36,712
少数股东权益	3	2	2	2	2
股份奖励计划所持股份	-38	-181	-181	-181	-181
股东权益合计	21,104	24,332	27,742	31,867	36,774
负债及权益合计	30,275	33,647	37,850	42,842	48,698

现金流量表

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
除税前溢利	5,328	5,415	6,491	7,852	9,342
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	-1,620	-1,959	-2,331
经营活动现金流	6,525	3,914	6,469	7,502	8,619
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	-1,214	-1,490	-1,792
现金净增加额	7,583	-7,455	3,199	3,850	4,554
现金期初金额	7,187	14,745	7,382	10,581	14,431
现金期末金额	14,745	7,382	10,581	14,431	18,985

利润表 单位: 百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	22,572	25,803	30,004	35,286	41,144
营业成本	-10,603	-13,319	-15,152	-17,492	-20,161
毛利	11,969	12,485	14,852	17,795	20,984
销售费用	-6,138	-7,314	-8,341	-9,774	-11,315
管理费用	-1,111	-1,113	-1,350	-1,553	-1,769
其他收益	400	805	805	805	805
营业利润	5,136	4,887	5,990	7,298	8,729
财务收入/(费用)净额	33	327	300	353	411
权益法核算的投资形	159	201	201	201	201
除税前溢利	5,328	5,415	6,491	7,852	9,342
所得税	-1,317	-1,351	-1,620	-1,959	-2,331
净利润	4,011	4,064	4,872	5,892	7,011
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利	4,011	4,064	4,872	5,892	7,011
EPS (元)	1.60	1.55	1.86	2.25	2.68

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长性					
营业收入yoy	56.1%	14.3%	16.3%	17.6%	16.6%
营业利润yoy	133.9%	-4.9%	22.6%	21.8%	19.6%
归母净利润yoy	136.1%	1.3%	19.9%	21.0%	19.0%
盈利能力					
毛利率	53.0%	48.4%	49.5%	50.4%	51.0%
营业利润率	22.8%	18.9%	20.0%	20.7%	21.2%
净利率	17.8%	15.7%	16.2%	16.7%	17.0%
ROA	17.9%	12.7%	13.6%	14.6%	15.3%
ROE	26.9%	17.9%	18.7%	19.8%	20.4%
偿债能力					
资产负债率	30.3%	27.7%	26.7%	25.6%	24.5%
负债权益比	43.5%	38.3%	36.4%	34.4%	32.4%
流动比率	2.0	1.3	1.6	1.9	2.2
营运能力					
存货周转天数	54	58	63	66	69
应收账款天数	13	14	13	12	11
每股资料 (元)					
每股收益	1.60	1.55	1.86	2.25	2.68
每股净资产	8.4	9.3	10.6	12.2	14.1
估值比率					
PE@56.9HKD	30.6	31.5	26.3	21.7	18.3
PB	5.8	5.3	4.6	4.0	3.5

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>