

## 买入

## 优先提升渠道健康度，期待未来轻装上阵

**李宁 (2331.HK)**

2023-10-26 星期四

### 投资要点

目标价：**34.80 港元**  
 现价：23.95 港元  
 预计升幅：45.3%

### 重要数据

| 日期          | 2023/10/26    |
|-------------|---------------|
| 收盘价 (港元)    | 23.95         |
| 总股本 (亿股)    | 26.36         |
| 总市值 (亿港元)   | 631.3         |
| 净资产 (亿港元)   | 272.4         |
| 总资产 (亿港元)   | 376.7         |
| 52 周高低 (港元) | 82.70 / 23.70 |
| 每股净资产 (港元)  | 10.49         |

数据来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

### 主要股东

|                         |        |
|-------------------------|--------|
| Viva China Holdings Ltd | 10.29% |
| BlackRock, Inc.         | 5.96%  |

### 相关报告

李宁 (2331.HK) 更新报告：李宁 (2331.HK) 更新报告：全年指引不变，跑步矩阵表现出色-20230814

### 研究部

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

#### ➤ 23Q3 零售流水增长中单位数，渠道窜货致经销和电商渠道承压：

三季度李宁全渠道流水同比+中单位数，其中直营同比+20%至30%低段，批发同比+低单位数，电商同比-低单位数。全平台同店同比-中单位数，其中直营/批发/电商的同店分别同比+中单位数/-低双位数/-低单位数。

窜货乱价对公司电商渠道影响显著，线下直营流水及同店表现好于批发，原因：①线下直营包含约500家奥莱店，消费者追求性价比的大环境下，奥莱表现好于正价店。②直营拓店快于批发，截至Q3末直营/经销门店数同比分别+11%/+1%。暑期高线客流恢复更利好高线城市布局较多的直营渠道。

#### ➤ 库销比上升，现阶段严控发货节奏以促进供需平衡：

三季度库销比同比和环比均有上升，线下折扣同比改善低单位数，但电商渠道因窜货乱价而折扣有压力。于三季度末，全渠道库销比上升至接近5个月（23Q2为3.8个月）。折扣方面，23Q3线下折扣同比改善低单位数，且直营和批发均有改善，但电商渠道受窜货影响同比仍有低单位数的缺口。管理层表示，在三季度下半段以来已严控发货节奏，改善渠道的供需平衡关系，理性降库存。目标是到年底库存情况显著改善（22Q4为4.2个月）。

#### ➤ 短期窜货或对批发收入及毛利率造成压力，公司优先提升渠道健康度：

展望未来，短期考虑到经销渠道的去库任务及公司严控发货节奏，公司或在Q4购物节期间于电商渠道增加促销以消化库存，因此预计未来一个季度电商折扣改善仍需时日，预计23H2的批发收入短期承压。管理层表示，目前把管控风险、解决窜货问题和改善库存放在优先级，我们认可公司的当前策略，并期待公司于未来两个季度优化渠道健康度，为明年轻装上阵打下基础。

#### ➤ 维持买入评级，目标价 34.80 港元：

**我们的观点：**调整需要时间，但无需过于悲观。我们认为本次库存过剩和窜货是短期问题。截至Q3末约5倍的库销比相比行业及公司历史，仍可控。公司及时在Q3末采取措施控货，决心坚定。在经历2021年的高速增长后，本次库存过剩有望成为公司重新审视和梳理渠道管理的契机，未来有望轻装上阵再出发。预计23E至25E营收分别为280/314/356亿元，同比+8.4%/+12.1%/+13.5%；净利润分别为36.1/44.6/51.6亿元，同比-11.3%/+23.7%/+15.8%。维持买入评级，目标价34.80港元，目标价对应24E PE约19倍。

| 人民币百万元      | 2021A  | 2022A  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入        | 22,572 | 25,803 | 27,978 | 31,366 | 35,597 |
| 同比增长 (%)    | 56.1%  | 14.3%  | 8.4%   | 12.1%  | 13.5%  |
| 毛利率         | 53.0%  | 48.4%  | 47.3%  | 48.8%  | 49.5%  |
| 归母净利润       | 4,011  | 4,064  | 3,605  | 4,460  | 5,164  |
| 同比增长 (%)    | 136.1% | 1.3%   | -11.3% | 23.7%  | 15.8%  |
| 归母净利润率      | 17.8%  | 15.7%  | 12.9%  | 14.2%  | 14.5%  |
| 每股盈利        | 1.60   | 1.55   | 1.38   | 1.71   | 1.97   |
| PE@23.95HKD | 13.9   | 14.3   | 16.1   | 13.0   | 11.3   |

数据来源：wind、公司公告、国元证券经纪（香港）预测

## 报告正文

### ➤ 23Q3 零售流水增长中单位数，渠道窜货致经销和电商渠道承压：

三季度李宁全渠道流水同比+中单位数，其中直营同比+20%至30%低段，批发同比+低单位数，电商同比-低单位数。全平台同店同比-中单位数，其中直营/批发/电商的同店分别同比+中单位数/-低双位数/-低单位数。

窜货乱价对公司电商渠道影响显著，线下直营流水及同店表现好于批发，原因：

- ① 线下直营包含约500家奥莱店，消费者追求性价比的环境下，奥莱表现好于正价店。
- ② 直营拓店快于批发，截至Q3末直营/经销门店数同比分别+11%/+1%。暑期高线客流恢复更利好高线城市布局较多的直营渠道。

表 1：李宁零售流水增长

| 流水 | 21Q3          | 21Q4          | 22Q1          | 22Q2 | 22Q3          | 22Q4          | 23Q1          | 23Q2           | 23Q3          |
|----|---------------|---------------|---------------|------|---------------|---------------|---------------|----------------|---------------|
| 整体 | +40-50%<br>低段 | +30-40%<br>低段 | +20-30%<br>高段 | -高单  | +10-20%<br>中段 | -10-20%<br>低段 | +中单<br>位数     | +10%-20%<br>中段 | +中单位数         |
| 线下 | +30-40%<br>高段 | +20-30%<br>高段 | +20-30%<br>中段 | -高单  | +10-20%<br>中段 | -10-20%<br>高段 | +高单<br>位数     | +10%-20%<br>高段 | +高单位数         |
| 零售 | +30-40%<br>中段 | +20-30%<br>高段 | +30-40%<br>中段 | -高单  | +20-30%<br>低段 | -10-20%<br>中段 | +10-20%<br>中段 | +20%-30%<br>高段 | +20-30%<br>低段 |
| 批发 | +30-40%<br>高段 | +20-30%<br>高段 | +20-30%<br>低段 | -高单  | +10-20%<br>低段 | -20-30%<br>低段 | +中单<br>位数     | +10%-20%<br>中段 | +低单位数         |
| 电商 | +50-60%<br>中段 | +40-50%<br>低段 | +30-40%<br>中段 | +中单  | +20-30%<br>中段 | +中单<br>位数     | -10-20%<br>低段 | +10%-20%<br>低段 | -低单位数         |

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 | 21Q3          | 21Q4          | 22Q1          | 22Q2          | 22Q3          | 22Q4      | 23Q1          | 23Q2  | 23Q3          |
|------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------|---------------|-------|---------------|
| 整体   | +20-30%<br>高段 | +20-30%<br>低段 | +20-30%<br>低段 | -10-20%<br>低段 | +高单<br>位数     | -高双       | -高单           | +低单位数 | -中单位数         |
| 线下   | +20-30%<br>中段 | +20-30%<br>低段 | +10-20%<br>中段 | -10-20%<br>高段 | +高单<br>位数     | -低20%     | -低单           | +低单位数 | /             |
| 零售   | +30-40%<br>低段 | +20-30%<br>中段 | +20-30%<br>中段 | -10-20%<br>高段 | +中单<br>位数     | -高20%     | -低单           | +高单位数 | +中单位数         |
| 批发   | +20-30%<br>中段 | +10-20%<br>高段 | +10-20%<br>低段 | -10-20%<br>高段 | +高单<br>位数     | -低20%     | -低单           | +低单位数 | -20-30%<br>低段 |
| 电商   | +30-40%<br>中段 | +20-30%<br>高段 | +30-40%<br>中段 | +低单<br>位数     | +10-20%<br>中段 | -低单<br>位数 | -20-30%<br>低段 | +低单位数 | -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

➤ **库销比上升，现阶段严控发货节奏以促进供需平衡：**

三季度库销比同比和环比均有上升，线下折扣同比改善低单位数，但电商渠道因窜货乱价而折扣有压力。于三季度末，全渠道库销比上升至接近5个月（23Q2为3.8个月）。折扣方面，23Q3线下折扣同比改善低单位数，且直营和批发均有改善，但电商渠道受窜货影响同比仍有低单位数的缺口。管理层表示，在三季度下半段以来已严控发货节奏，改善渠道的供需平衡关系，理性降库存。目标是到年底库存情况显著改善（22Q4为4.2个月）。

➤ **短期窜货或对批发收入及毛利率造成压力，公司优先提升渠道健康度，期待明年轻装上阵：**

展望未来，短期考虑到经销渠道的去库任务及公司严控发货节奏，公司或在Q4购物节期间于电商渠道增加促销以消化库存，因此预计未来一个季度电商折扣改善仍需时日，预计23H2的批发收入短期承压。管理层表示，目前把管控风险、解决窜货问题和改善库存在优先级，我们认可公司的当前策略，并期待公司于未来两个季度优化渠道健康度，为明年轻装上阵打下基础。

**维持买入评级，目标价 34.80 港元：**

**我们的观点：**调整需要时间，但无需过于悲观。我们认为本次库存过剩和窜货是个短期问题。截至Q3末约5倍的库销比相比行业及公司历史，仍可控。公司及时在Q3末采取措施控货，决心坚定。在经历2021年的高速增长后，本次库存过剩有望成为公司重新审视和梳理渠道管理的契机，未来有望轻装上阵再出发。

预计23E至25E营收分别为280/314/356亿元，同比+8.4%/+12.1%/+13.5%；净利润分别为36.1/44.6/51.6亿元，同比-11.3%/+23.7%/+15.8%。维持买入评级，目标价34.80港元，目标价对应24E PE约19倍。

**风险提示：**

消费需求复苏不及预期、行业竞争格局恶化、零售运营改善不及预期、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         |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>流动资产</b>    | <b>18,672</b> | <b>12,395</b> | <b>15,387</b> | <b>19,031</b> | <b>23,226</b> |
| 现金             | 14,745        | 7,382         | 9,694         | 12,542        | 15,804        |
| 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           |
| <b>非流动资产</b>   | <b>11,603</b> | <b>21,252</b> | <b>21,577</b> | <b>21,922</b> | <b>22,290</b> |
| 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        |
| <b>资产总计</b>    | <b>30,275</b> | <b>33,647</b> | <b>36,963</b> | <b>40,953</b> | <b>45,516</b> |
| <b>流动负债</b>    | <b>7,704</b>  | <b>7,241</b>  | <b>7,828</b>  | <b>8,469</b>  | <b>9,169</b>  |
| 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         |
| <b>非流动负债</b>   | <b>1,467</b>  | <b>2,074</b>  | <b>2,280</b>  | <b>2,506</b>  | <b>2,755</b>  |
| 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           |
| <b>负债合计</b>    | <b>9,171</b>  | <b>9,315</b>  | <b>10,108</b> | <b>10,975</b> | <b>11,924</b> |
| 股本             | 239           | 240           | 240           | 240           | 240           |
| 储备             | 20,901        | 24,270        | 26,793        | 29,916        | 33,530        |
| 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          |
| <b>股东权益合计</b>  | <b>21,104</b> | <b>24,332</b> | <b>26,855</b> | <b>29,978</b> | <b>33,592</b> |
| <b>负债及权益合计</b> | <b>30,275</b> | <b>33,647</b> | <b>36,963</b> | <b>40,953</b> | <b>45,516</b> |

**现金流量表**

| 会计年度           | 2021A         | 2022A         | 2023E         | 2024E         | 2025E         |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>除税前溢利</b>   | <b>5,328</b>  | <b>5,415</b>  | <b>4,800</b>  | <b>5,939</b>  | <b>6,876</b>  |
| 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        | -1,195        | -1,479        | -1,712        |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>6,525</b>  | <b>3,914</b>  | <b>5,202</b>  | <b>6,070</b>  | <b>6,772</b>  |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>-6,539</b> | <b>-9,481</b> | <b>-2,056</b> | <b>-2,161</b> | <b>-2,272</b> |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>7,596</b>  | <b>-1,887</b> | <b>-834</b>   | <b>-1,061</b> | <b>-1,238</b> |
| 现金净增加额         | 7,583         | -7,455        | 2,312         | 2,848         | 3,261         |
| 现金期初金额         | 14,745        | 14,745        | 7,382         | 9,694         | 12,542        |
| 现金期末金额         | 14,745        | 7,382         | 9,694         | 12,542        | 15,804        |

**利润表**

单位: 百万元

| 会计年度            | 2021A         | 2022A         | 2023E         | 2024E         | 2025E         |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>营业收入</b>     | <b>22,572</b> | <b>25,803</b> | <b>27,978</b> | <b>31,366</b> | <b>35,597</b> |
| 营业成本            | -10,603       | -13,319       | -14,744       | -16,060       | -17,976       |
| 毛利              | 11,969        | 12,485        | 13,234        | 15,307        | 17,620        |
| 销售费用            | -6,138        | -7,314        | -8,086        | -8,971        | -10,145       |
| 管理费用            | -1,111        | -1,113        | -1,259        | -1,349        | -1,531        |
| 其他收益            | 400           | 805           | 350           | 350           | 350           |
| <b>营业利润</b>     | <b>5,136</b>  | <b>4,887</b>  | <b>4,263</b>  | <b>5,362</b>  | <b>6,319</b>  |
| 财务收入/(费用)净额     | 33            | 327           | 336           | 376           | 356           |
| 权益法核算的投资收益      | 159           | 201           | 201           | 201           | 201           |
| <b>除税前溢利</b>    | <b>5,328</b>  | <b>5,415</b>  | <b>4,800</b>  | <b>5,939</b>  | <b>6,876</b>  |
| 所得税             | -1,317        | -1,351        | -1,195        | -1,479        | -1,712        |
| 净利润             | 4,011         | 4,064         | 3,605         | 4,460         | 5,164         |
| 少数股东损益          | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| <b>归属于母公司净利</b> | <b>4,011</b>  | <b>4,064</b>  | <b>3,605</b>  | <b>4,460</b>  | <b>5,164</b>  |
| <b>EPS (元)</b>  | <b>1.60</b>   | <b>1.55</b>   | <b>1.38</b>   | <b>1.71</b>   | <b>1.97</b>   |

**主要财务比率**

| 会计年度            | 2021A  | 2022A | 2023E  | 2024E | 2025E |
|-----------------|--------|-------|--------|-------|-------|
| <b>成长性</b>      |        |       |        |       |       |
| 营业收入yoy         | 56.1%  | 14.3% | 8.4%   | 12.1% | 13.5% |
| 营业利润yoy         | 133.9% | -4.9% | -12.8% | 25.8% | 17.9% |
| 归母净利润yoy        | 136.1% | 1.3%  | -11.3% | 23.7% | 15.8% |
| <b>盈利能力</b>     |        |       |        |       |       |
| 毛利率             | 53.0%  | 48.4% | 47.3%  | 48.8% | 49.5% |
| 营业利润率           | 22.8%  | 18.9% | 15.2%  | 17.1% | 17.8% |
| 净利率             | 17.8%  | 15.7% | 12.9%  | 14.2% | 14.5% |
| ROA             | 17.9%  | 12.7% | 10.2%  | 11.4% | 11.9% |
| ROE             | 26.9%  | 17.9% | 14.1%  | 15.7% | 16.2% |
| <b>偿债能力</b>     |        |       |        |       |       |
| 资产负债率           | 30.3%  | 27.7% | 27.3%  | 26.8% | 26.2% |
| 负债权益比           | 43.5%  | 38.3% | 37.6%  | 36.6% | 35.5% |
| 流动比率            | 2.0    | 1.3   | 1.5    | 1.7   | 1.9   |
| <b>营运能力</b>     |        |       |        |       |       |
| 存货周转天数          | 54     | 58    | 65     | 72    | 77    |
| 应收帐款天数          | 13     | 14    | 14     | 14    | 13    |
| <b>每股资料 (元)</b> |        |       |        |       |       |
| 每股收益            | 1.60   | 1.55  | 1.38   | 1.71  | 1.97  |
| 每股净资产           | 8.4    | 9.3   | 10.3   | 11.5  | 12.8  |
| <b>估值比率</b>     |        |       |        |       |       |
| PE@23.95HKD     | 14.1   | 14.5  | 16.3   | 13.2  | 11.4  |
| PB              | 2.7    | 2.4   | 2.2    | 2.0   | 1.8   |

# 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>