

## 买入

## 及时回应库存管理担忧，信心提升

李宁 (2331.HK)

2023-11-03 星期五

## 投资要点

目标价: **34.80 港元**  
 现价: 25.85 港元  
 预计升幅: 34.6%

## 重要数据

日期	2023/11/2
收盘价 (港元)	25.85
总股本 (亿股)	26.36
总市值 (亿港元)	681.4
净资产 (亿港元)	272.4
总资产 (亿港元)	376.7
52 周高低 (港元)	82.70/ 23.25
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: 优先提升渠道健康度, 期待未来轻装上阵-20231026

## 研究部

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

➤ 管理层及时回应市场关切，库存及窜货控制已取得阶段性成果：

管理层于 11 月 2 日晚上举行了投资者电话会，详尽地回应了近期市场关切，包括库存及窜货、业绩达成、人事调整、发展规划、品牌愿景。管理层表示集团自有库存/经销渠道库存均处于可控水平 (Q3 末整体库销比为接近 5)，公司通过控制 Q4 批发发货、统一各事业部的批发折扣和零售价、提升核心 IP 款的期货定量精度、回购低价核心 IP 款，滚动供货等措施进行管理。

我们认为：市场所担心的库存和窜货是短期问题。窜货的核心原因是 23 年的终端复苏低于公司于 22 年制定订货计划时的原预期，导致供大于求。

➤ 年内电商与批发收入较原目标有差距，直营渠道因点位布局费用上升：

(1) 23 年经营目标不及年初预期，缺口主要来自电商和批发，分别占目标达成缺口的 40% 和 20%。(2) 费用和利润率方面，批发及直营毛利率稳健，电商因折扣加深而毛利率承压。除直营外，主要业务单元控费如期。直营费用超额是由于战略性布局超一线城市新店。

➤ 积极拓展新品类和挖掘下沉市场，着力高层级门店效率提升：

管理层表示，李宁的长期愿景是成为源自中国的、具有时尚性、被世界认可的国际一流专业运动品牌。未来 3 年将夯实已有的品类及高层级市场，开拓户外、女子等新品类，同时以更饱满的价格带和产品矩阵，以差异化的商品组合覆盖不同层级市场的消费群，更好地挖掘下沉市场。目前李宁已覆盖高层级市场 80% 以上的核心商业体，未来目标是提升高线门店运营效率。对于未来五年，规模目标是达到双位数的复合增速。

➤ 维持买入评级，目标价 34.80 港元：

**我们的观点：**近期对库存及窜货的担忧、23 年业绩目标下调这些负面因素已在当前价格中充分反映，短期估值回升的催化剂是年底库销比回到 4。若年底库销比达成 4 左右的目标，将为明年收入增长正常化、利润率回归中双位数打下基础，市场对李宁公司的信心和增速展望亦有望随之提升。中长期密切观察公司渠道掌控力、执行力和风险控制能力的改善进展。

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，目标价分别对应 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@23.85HKD	15.2	15.6	17.6	14.2	12.3

数据来源: wind、公司公告、国元证券经纪 (香港) 预测

## 报告正文

### ➤ 管理层及时回应市场关切，库存及窜货控制已取得阶段性成果：

管理层于 11 月 2 日晚上举行了投资者电话会，详尽地回应了近期市场关切，包括库存及窜货、业绩达成、人事调整、发展规划、品牌愿景。管理层表示集团自有库存/经销渠道库存均处于可控水平（Q3 末整体库销比为接近 5），公司通过控制 Q4 批发发货、统一各事业部的批发折扣和零售价、提升核心 IP 款的期货定量精度、回购低价核心 IP 款，滚动供货等措施进行管理。

我们认为：市场所担心的库存和窜货是短期问题。窜货的核心原因是 23 年的终端复苏低于公司于 22 年制定订货计划时的原预期，导致供大于求。目前库存及窜货控制已取得成效，23Q4 集团内部的乱价回购率已减少了 30%，同时核心款 IP 的二级市场价格提升了约 12%。

### ➤ 年内电商与批发收入较原目标有差距，直营渠道因点位布局费用上升：

(1) 2023 年经营目标不及年初预期，缺口主要来自电商和批发，分别占目标达成缺口的 40% 和 20%。其中电商受线上平台经营环境变化影响，批发渠道前置性减少 4Q23 发货以减轻经销商库存压力。专业渠道策略性取消了可能导致窜货的业务，李宁 1990 主动完善定位，不急于规模增长。

(2) 费用率和利润率方面，批发及直营毛利率稳健，仅电商渠道因折扣加深而毛利率承压。除直营外，大部分业务单元控费如期。直营费用率上升是由于战略性布局超一线城市新店带来费用超额。具体而言，去年在疫情下超一线城市核心商圈出现较多渠道布局机会，去年提前布局导致今年盈利面临挑战，部分旗舰店、标杆店利润率不达预期，但亦在公司预期中。

### ➤ 积极拓展新品类和挖掘下沉市场，着力高层级门店效率提升：

管理层表示，李宁的长期愿景是成为源自中国的、具有时尚性、被世界认可的国际一流专业运动品牌。未来 3 年将夯实已有的品类及高层级市场，开拓户外、女子等新品类，同时以更饱满的价格带和产品矩阵，以差异化的商品组合覆盖不同层级市场的消费群，更好地挖掘下沉市场。目前李宁已覆盖高层级市场 80% 以上的核心商业体，300 平方米以上大店占比从 3 年前的 18% 提升到 33%，未来目标是提升高线门店运营效率。对于未来五年，规模目标是达到双位数的复合增速，2028 年达到 500 亿经营规模。

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% 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	+ 中单位数
线下	+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	+ 高单位数
零售	+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	+20-30% 低段
批发	+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	+ 低单位数
电商	+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	- 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% 高段	+20-30% 低段	+20-30% 低段	-10-20% 低段	+ 高单 位数	-高双	-高单	+ 低单位数	-中单位数
线下	+20-30% 中段	+20-30% 低段	+10-20% 中段	-10-20% 高段	+ 高单 位数	-低 20%	- 低单	+ 低单位数	/
零售	+30-40% 低段	+20-30% 中段	+20-30% 中段	-10-20% 高段	+ 中单 位数	-高 20%	- 低单	+ 高单位数	+中单位数
批发	+20-30% 中段	+10-20% 高段	+10-20% 低段	-10-20% 高段	+ 高单 位数	-低 20%	- 低单	+ 低单位数	-20-30% 低段
电商	+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	-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

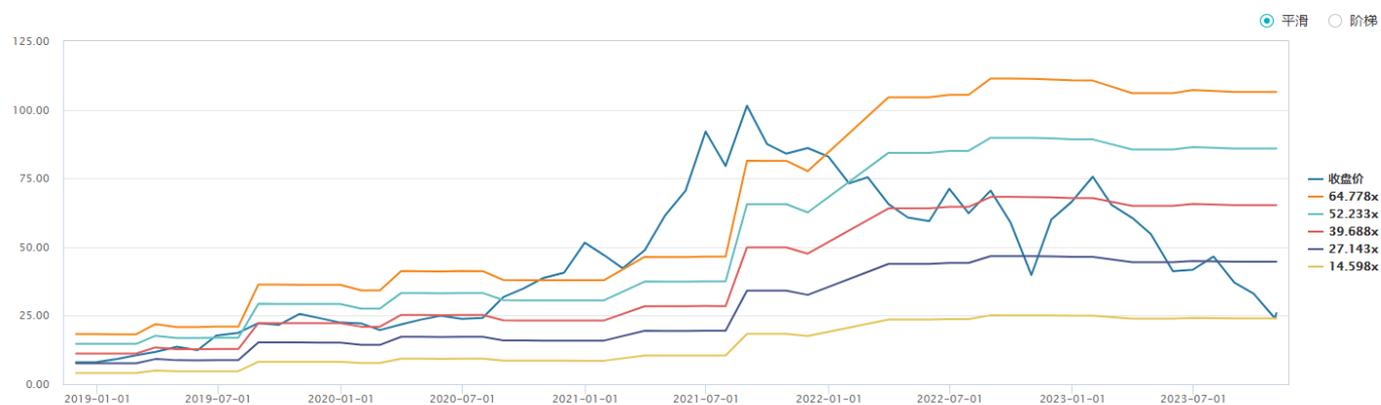
资料来源: 公司公告、国元证券经纪 (香港) 整理

### 维持买入评级, 目标价 34.80 港元:

**我们的观点:** (1) 我们认为市场所担心的库存和窜货是短期问题, 23 年业绩目标下调这一负面因素亦已在当前价格中充分反映。窜货的核心原因是 23 年的终端复苏低于公司于 22 年制定订货计划时的原预期, 导致供大于求。(2) 短期估值回升的催化剂是年底库销比回到 4 左右 (23Q3 末为接近 5)。若年底库销比回归 4, 将为明年收入增长正常化、利润率回归中双位数打下基础, 市场对李宁公司的信心和增速展望亦有望随之提升。中长期观察公司渠道掌控力、执行力和风险控制能力的改善进展。

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, 目标价分别对应 24E PE 约 19 倍。

图 1: 李宁 PE band (TTM)



资料来源: WIND、国元证券经纪(香港)整理

**风险提示:**

消费需求复苏不及预期、行业竞争格局恶化、零售运营管控不及预期、库存改善不及预期、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	7,187	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@25.85HKD	15.2	15.6	17.6	14.2	12.3
PB	2.9	2.6	2.4	2.1	1.9

# 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>