

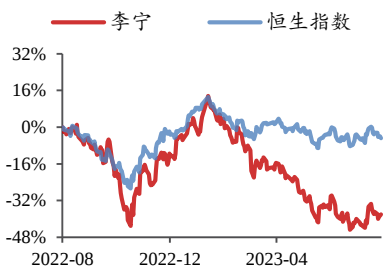
李宁 (02331.HK)

2024 年 03 月 21 日

投资评级：买入（维持）

日期	2024/3/20
当前股价(港元)	21.450
一年最高最低(港元)	65.000/14.940
总市值(亿港元)	554.37
流通市值(亿港元)	554.37
总股本(亿股)	25.84
流通港股(亿股)	25.84
近 3 个月换手率(%)	67.56

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《2023Q1 流水符合预期，预计 Q2 流水恢复快速增长—港股公司信息更新报告》-2023.4.21

《2022 年业绩受疫情影响，专业品类继续驱动成长 —港股公司信息更新报告》-2023.3.20

《2022Q3 流水增速稳健，对 Q4 经营
仍具信心—港股公司信息更新报告》
-2022.10.19

2023 年批发及电商短暂调整，期待 2024 年货通价顺

——港股公司信息更新报告

吕明（分析师）

lvming@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

周嘉乐 (分析师)

zhoujiale@kysec.cn

证书编号: S0790522030002

张霜凝 (联系人)

zhangshuangning@kysec.cn

证书编号: S0790122070037

● 2023 年批发及电商短暂调整，期待 2024 年货通价顺，维持“买入”评级

2023 年公司实现营收 275.98 亿元(同比+7%，下同)，归母净利润 31.87 亿元 (-21.6%)，扣非归母净利润 30.46 亿元 (-25%)，净利率 11.5% (-4.2pct)，派息率提至 45%。考虑 2023 年控货致电商及批发收入不及预期，我们下调 2024-2025 年并新增 2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润为 33.4/38.4/43.5 亿元（此前为 45.0/53.3 亿元），对应 EPS 为 1.3/1.5/1.7 元，当前股价对应 PE 为 15.1/13.1/11.6 倍，预计 2023Q4 线下折扣改善低单位数，渠道存货回归健康，2024Q1 全新迭代的 28 款 IP 有效控价（占鞋类近 45%），维持“买入”评级。

● 收入：控货导致批发及电商增速放缓，线下实现高层级市场渠道布局目标

分品类，2023 年鞋/服/配件收入 134/124/18 亿元，分别-0.7%/+15.9%/+11.3%。
分渠道，2023 年批发/零售/电商/海外收入为 69/126.4/75.3/5.2 亿元，分别+29.2%/+1%/+0.7%/+12.9%，零售渠道高增带动占比+4.3pct，批发及电商控货导致占比分别-2.7/1.7pct。
线下实现高层级市场渠道布局目标：截至 2023 年共有 7668 家门店(+0.9%)，李宁核心品牌门店 6240 家(-55，其中加盟-123/直营+68)，李宁 Young 门店 1428 家(+120)，核心商业体进驻率提升至接近 90%，大店超 1660 家(+30)，平均面积同增中单至 245 m²带动平均月店效同增高单位数。
2024 年拓店规划：预计 2024 年李宁大货直营净关 20+/批发净开 100+，中国李宁净关 30 家，1990 净关 5-10 家，童装净开 150 家。

● 流水：2023 年全渠道流水+12%，专业品类核心 IP 产品销量超 1200 万双

2023 年全渠道流水+12%，Q1/Q2/Q3/Q4 分别增长中单/中双/中单/20-30%低段。
分渠道：线上/线下流水增长低单/中双，其中线下批发流水+低双，批发 2023H2 加强货品管控导致流水增长快于收入，线下中双流水中 ASP/销量增加中单/高单。
分品类：跑步/健身/篮球/运动生活流水+40%/+25%/持平/持平，受益于专业品类聚焦，跑鞋核心 IP 突破 900 万双，篮球及跑步核心产品销量超 1200 万双。

● 2023 年电商折扣加深致公司毛利率持平，净利润受其他收入影响微降

盈利能力：2023 年毛利率 48.4%，同比持平，主要系电商竞争加剧导致线上平均折扣加深中单，销售/管理/财务费用率为 32.9%/4.6%/1.2%，同比+4.6pct/基本持平/-0.1pct，经营利润率 12.9%（-6pct），净利率 11.5%（-4.2pct）。**营运能力：**2023 年全渠道库销比 3.6 月，渠道库存较 2022 年末下降中单位数，公司存货 26.3 亿元（+3%），公司存货/应收/应付账款周转天数为 63/15/43 天（-5/-1/+1）。净现金为 179.8 亿元(-5.6%)，经营性净现金流 46.9 亿元（+19.8%），现金充裕。

● **风险提示：**市场竞争加剧，产品升级和渠道优化不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	25,803	27,598	29,297	33,120	37,188
YOY(%)	14.3	7.0	6.2	13.0	12.3
净利润(百万元)	4,064	3,187	3,339	3,840	4,348
YOY(%)	1.3	-21.6	4.8	15.0	13.2
毛利率(%)	48.4	48.4	48.7	48.9	49.0
净利率(%)	15.7	11.5	11.4	11.6	11.7
ROE(%)	16.7	11.9	10.8	10.4	9.8
EPS(摊薄/元)	1.6	1.2	1.3	1.5	1.7
P/E(倍)	12.4	15.8	15.1	13.1	11.6
P/B(倍)	2.1	1.9	1.6	1.4	1.1

数据来源：聚源、开源证券研究所（2024年3月20日汇率：1港币=0.91人民币）

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn