

李宁 (02331.HK)

短期非经营性收益承压，期待主业长期成长

短期流水逐步复苏，营运状况持续改善。 1) **短期经营跟踪：** 根据我们跟踪，Q4 以来随着同期基数走低，同时适逢秋冬装销售旺季，公司流水快速增长，同时营运状况也处于持续向好阶段，截至 Q3 末公司库销比在 4+，我们预计到 2023 年底库销比有望改善至 4 个月左右的水平。

2) **从报表层面来看，** 2023H1 公司营收/业绩+13%/-3%，我们判断公司 2023 年以业务优化为重点：①加强对于渠道库存的清理同时着力推动窜货问题解决；②公司新增直营门店仍处于爬坡阶段，盈利能力仍有待提升；③利息收入和政府补贴等其他收益同比或有下降。因此从全年维度来看公司财报表现或有一定压力，现我们预计公司 2023 年营收增长 7%，业绩下滑 20%+。

展望 2024 年： 一方面政府补贴和利息费用等非经营性收入同比压力仍然存在，然而公司主业优化调整顺利，2024 年有望实现健康增长。

➢ **公司主业产品矩阵继续完善，渠道端强化门店运营能力，2024 年稳健增长可期。** 1) **产品端：** 目前李宁在跑步和篮球领域，已经形成了较为完善的产品矩阵，2024 年李宁将丰富越野跑鞋等品类，满足消费者需求，同时在产品矩阵层面拓宽低价位价格带，以适应更低线城市的消费需求，2023 年公司跑鞋主打之一为 399 元赤兔 6，该产品销售表现优异。2) **渠道端：** 2020 年以来李宁加大高线城市布局，我们预计 2023 年超大及一线城市流水占比 30%+，然而由于消费环境的波动，该类门店仍处于爬坡阶段，2024 年公司针对高线城市门店强化运营效率和盈利能力，同时面对低线城市崛起的态势，公司同步对低线城市门店进行优化整合，谋求市场份额提升。

➢ **2024 年非经营性收益同比或下降。** 1) **利息收入：** 公司利息收入基本上同公司现金体量挂钩，截至 2023H1 末公司现金及现金等价物为 64.1 亿元（2021 年末为 147 亿元，2022 年末为 74 亿元），考虑到后续公司仍有一定体量的资本支出从而致使利息收益减少。2023 年 12 月公司公告称将以自有资金收购香港一幢楼宇物业，代价为 22 亿港元，收购后部分楼层继续用于出租，部分楼层用于香港总部办公为国际业务规模扩张奠定基础。

2) **政府补贴：** 公司政府补贴的体量基本上同上一年的税收规模以及利润规模挂钩，2022 年利润规模同比持平，2023 年预计利润同比下滑，从而对政府补贴产生负面影响。

盈利预测和投资建议： 考虑到公司短期经营业务仍处于调整阶段，我们调整公司 2023-2025 年业绩预期为 31.52/34.23/40.15 亿元，2024 年 PE 为 13 倍，维持“买入”评级。

风险提示： 盈利能力提升速度不达预期；管理层变动带来的运营变化等。

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	22,572	25,803	27,696	30,235	34,472
增长率 yoy (%)	56.1	14.3	7.3	9.2	14.0
归母净利润 (百万元)	4,011	4,064	3,152	3,423	4,015
增长率 yoy (%)	136.1	1.3	-22.4	8.6	17.3
EPS 最新摊薄 (元/股)	1.53	1.55	1.20	1.30	1.53
净资产收益率 (%)	19.0	16.7	11.5	11.1	11.5
P/E (倍)	10.7	10.6	13.6	12.6	10.7
P/B (倍)	2.0	1.8	1.6	1.4	1.2

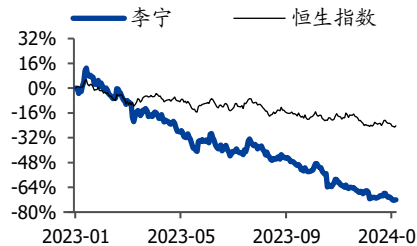
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2024 年 1 月 11 日收盘价，汇率为 1 港元 = 0.92 人民币元。

买入 (维持)

股票信息

行业	服装
前次评级	买入
1月11日收盘价(港元)	17.80
总市值(百万港元)	46,732.38
总股本(百万股)	2,625.41
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	31.15

股价走势



作者

分析师 杨莹

执业证书编号：S0680520070003
邮箱：yangying1@gszq.com

分析师 侯子夜

执业证书编号：S0680523080004
邮箱：houziye@gszq.com

研究助理 王佳伟

执业证书编号：S0680122060018
邮箱：wangjiawei@gszq.com

相关研究

- 《李宁 (02331.HK)：营运质量有望持续改善，看好长期稳健增长》2023-11-03
- 《李宁 (02331.HK)：Q4 聚焦库存去化，期待 2024 年健康增长》2023-10-26
- 《李宁 (02331.HK)：经营韧性凸显，聚焦公司长期增长》2023-08-12



财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (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	18672	12395	12608	11175	14774	营业收入	22572	25803	27696	30235	34472
现金	14745	7382	6827	5483	8380	营业成本	10603	13319	14430	15571	17719
应收账款及票据	903	1020	1498	1526	1608	销售费用	6138	7314	8530	9207	10428
其他应收款	79	88	109	107	140	管理费用	1095	1089	1260	1345	1500
衍生金融工具及短投	401	643	522	583	552	财务费用	-63	-233	-107	-92	-104
存货	1773	2428	2819	2644	3262	其他非经营性损益	-30	94	60	31	39
其他流动资产	772	833	833	833	833	投资净收益	159	201	128	128	128
非流动资产	11603	21252	22042	26420	28229	营业利润	4928	4610	3770	4363	5097
权益性投资	1267	1369	1504	1622	1748	其他收入及其他收益	400	805	430	194	252
固定资产	1626	3235	6662	7854	8813	利润总额	5328	5415	4200	4557	5348
无形资产	1520	2239	3077	4341	5054	所得税	1317	1351	1048	1134	1333
其他非流动资产	7190	14408	10799	12604	12614	净利润	4011	4064	3152	3423	4015
资产总计	30275	33647	34650	37596	43003	少数股东损益	0	-0	-0	-0	-0
流动负债	7704	7241	6112	5450	6737	归属母公司净利润	4011	4064	3152	3423	4015
短期借款	0	0	0	0	0	EBITDA	6403	5525	5829	7508	9573
应付账款及票据	1599	1584	1935	1343	2594	EPS (元)	1.53	1.55	1.20	1.30	1.53
其他流动负债	6105	5656	4177	4107	4142						
非流动负债	1467	2074	1053	1238	1344						
长期借款	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	1467	2074	1053	1238	1344						
负债合计	9171	9315	7166	6688	8081						
股本	239	240	240	240	240						
股本溢价	12637	11581	11581	11581	11581						
留存收益	8226	12508	15661	19084	23099						
归属母公司股东权益	21102	24329	27482	30905	34920						
少数股东权益	3	2	2	2	2						
负债和股东权益	30275	33647	34650	37596	43003						

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	6525	2883	2691	5645	8656
净利润	4011	4064	3152	3423	4015
折旧摊销	1138	343	1735	3044	4328
财务费用	-63	-233	-107	-92	-104
投资损失	0	0	-128	-128	-128
营运资金变动	826	-1540	-1901	-571	583
其他经营现金流	613	249	-60	-31	-39
投资活动现金流	-6539	-8885	-2337	-7264	-5970
资本支出	-1803	-445	-5285	-2271	-1565
长期投资	-3543	-1985	-1869	-3162	-4455
其他投资现金流	-1192	-6455	4818	-1830	50
筹资活动现金流	7596	-1360	-909	275	211
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	-501	200	0	0	0
股本增加	8612	2	0	0	0
支付股利	-515	-1195	0	0	0
其他筹资现金流	0	-367	-909	275	211
现金净增加额	7583	-7363	-555	-1344	2897

主要财务比率					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	56.1	14.3	7.3	9.2	14.0
营业利润(%)	161.3	-6.5	-18.2	15.7	16.8
归属于母公司净利润(%)	136.1	1.3	-22.4	8.6	17.3
获利能力					
毛利率(%)	53.0	48.4	47.9	48.5	48.6
净利率(%)	17.8	15.7	11.4	11.3	11.6
ROE(%)	19.0	16.7	11.5	11.1	11.5
ROIC(%)	17.6	14.7	10.8	10.4	10.9
偿债能力					
资产负债率(%)	33.5	27.7	20.7	17.8	18.8
净负债比率(%)	-26.4	7.9	1.2	3.9	-0.9
流动比率	2.4	1.7	2.1	2.1	2.2
速动比率	2.2	1.4	1.6	1.6	1.7
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.8	0.8	0.8	0.9
应收账款周转率	28.9	26.8	22.0	20.0	22.0
应付账款周转率	7.5	8.4	8.2	9.5	9.0
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.53	1.55	1.20	1.30	1.53
每股经营现金流(最新摊薄)	2.49	1.10	1.03	2.15	3.30
每股净资产(最新摊薄)	8.04	9.27	10.47	11.77	13.30
估值比率					
P/E	10.7	10.6	13.6	12.6	10.7
P/B	2.0	1.8	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	4.6	6.8	6.4	5.2	3.8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2024 年 1 月 11 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路8号院7楼中海地产广场东塔7层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com