

汲肖飞 纺服行业首席分析师

执业编号: S1500520080003

邮 箱: jixiaofei@cindasc.com

## 李宁：收入表现稳健，运动龙头增长确定性强

2023年8月11日

**事件：**公司发布 2023 年中期业绩公告，公司 2023H1 实现公司收入 140.19 亿元，同比增长 13.0%。净利润同比降低 3.11% 至 21.21 亿元，EPS 为 0.81 元/股，每股派息 0.36 元。公司积极推进业务高质量发展，收入增长韧性较强，非经营性收入下降，业绩小幅下跌，整体经营表现符合预期。

### 点评：

- **消费习惯改变带动线下渠道稳健增长，渠道结构持续优化。**分渠道收入看，2023H1 公司线下直营门店、线上渠道收入同增 22.3%、1.7% 至 34.07 亿元、35.89 亿元，线下直营门店收入增加主要系疫情后消费者走出户外，运动健身消费需求增加，渠道选择倾向于线下门店消费。23H1 经销商订货量有所增加，收入同增 13.9% 至 67.29 亿元。分渠道数量看，2023H1 公司继续推进渠道结构优化，推动旗舰店、标杆店、超级奥莱等高效大店落地，加速低效店铺处理。截至上半年末，门店总量为 7448 家，较 22 年末减少 155 家，其中李宁主品牌直营、加盟店铺分别为 1423、4744 家，较 22 年末减少 7 家、121 家，李宁 YOUNG 店铺较 22 年末减少 27 家至 1281 家。
- **运动鞋服品类稳健增长，持续完善产品矩阵。**1) 2023H1 鞋类实现收入 75.15 亿元、同增 11.2%，公司不断丰富跑鞋、篮球鞋等产品矩阵，强化高科技与专业运动属性，推动鞋品类收入保持增长。2) 2023H1 服装实现收入 56.40 亿元、同增 14.9%，公司持续加强时尚元素与运动产品的融合，提升运动潮流文化，服装品类收入增长稳健。3) 2023H1 配饰实现收入 8.64 亿元、同增 16.3%，保持稳步增长。
- **毛利率小幅下滑费用率同比上升，库存周转保持健康。**2023H1 公司毛利率同降 1.2PCT 至 48.8%，主要系一方面公司加大线上渠道零售折扣力度，同时毛利率较高的直营渠道收入占比有所下滑，以及存货准备计提同比增加。费用方面，2023H1 公司加强优质渠道门店的布局，带动租金、销售人员工资均有所上升，叠加公司加强营销开支，带动销售费用率同增 0.9PCT 至 16.7%。公司持续加强费用的合理管控，23H1 管理费用率为 4.2%，同比持平。综上而言，2023H1 公司持续推进业务高质量发展，在费用率同比上升、政府补贴等其他收益下降的背景下，实现归母净利润 21.21 亿元，同增 -3.11%。存货方面，2023H1 公司库存较 22 年末下降单位数，库销比为 3.8，较 22 年末有所优化，平均存货周转天数为 57 天，同比增长 2 天，公司预计到 23 年底将库存结构将实现进一步优化。
- **产品、渠道、营销齐发力，推动品牌矩阵长效发展。**公司坚持“单品牌、多品类、多渠道”核心战略，产品方面，持续扩大专业产品矩阵，围绕篮球、跑步、健身、羽毛球及运动五大核心品类，聚焦运动科技创新，打造品牌科技驱动形象。渠道方面，以渠道结构优化、效率提升为核心，第九代形象店铺逐步落地。运营方面，公司持续优化顾客购物体验，强化库存和商品管理，提升经营效率。同时积极探索单店经营模式，构

建终端新零售业务体系。我们认为 2023H2 公司在逐步向好的宏观环境之下，持续聚焦专业运动、品牌积累和产品创新，有望实现持续性增长及盈利能力稳健提升。

- **投资建议：**公司对国内运动鞋服赛道长期乐观，近年来品牌竞争力不断提升，公司市场份额保持领先，受短期库存清理等影响，我们下调 2023-25 年归母净利润预测为 46.05/56.40/67.27 亿元（原值为 48.88/59.03/70.38 亿元），同增 13%/22%/19%，目前股价对应 23 年 22.72 倍 PE，维持“买入”评级。
- **风险因素：**行业竞争加剧、终端库存积压等。

重要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	25803	29557	34642	39860
增长率 YoY%	14%	15%	17%	15%
归属母公司净利润(百万元)	4064	4605	5640	6727
增长率 YoY%	1%	13%	22%	19%
毛利率%	48.38%	51.00%	51.50%	52.00%
净资产收益率ROE%	16.70%	16.20%	16.80%	16.90%
EPS(摊薄)(元)	1.54	1.75	2.14	2.55
市盈率 P/E(倍)	43.91	22.72	18.55	15.55
市净率 P/B(倍)	7.33	4.22	3.57	3.01

资料来源：Wind，信达证券研发中心，股价为 2023 年 8 月 10 日收盘价

**附录：公司财务预测表单位：百万元**

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	12,395	18,545	25,338	32,995
现金	7,382	13,238	18,971	26,188
应收账款及票据	1,020	1,276	1,496	1,587
存货	2,428	2,271	2,950	3,111
其他	1,564	1,760	1,921	2,109
<b>非流动资产</b>	21,252	20,996	20,756	20,520
固定资产	3,235	3,073	2,919	2,773
无形资产	2,239	2,127	2,021	1,920
其他	15,778	15,795	15,815	15,827
<b>资产总计</b>	33,647	39,541	46,093	53,515
<b>流动负债</b>	7,241	9,030	10,442	11,637
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	1,584	1,634	1,903	2,125
其他	5,656	7,396	8,539	9,512
<b>非流动负债</b>	2,074	2,074	2,074	2,074
长期债务	0	0	0	0
其他	2,074	2,074	2,074	2,074
<b>负债合计</b>	9,315	11,103	12,516	13,711
普通股股本	240	240	240	240
储备	24,121	28,226	33,366	39,593
<b>归属母公司股东权益</b>	24,329	28,435	33,575	39,802
少数股东权益	2	2	2	2
<b>股东权益合计</b>	24,332	28,437	33,577	39,805
<b>负债和股东权益</b>	33,647	39,541	46,093	53,515
<b>现金流量表</b>				
	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	3,914	5,658	5,537	7,011
净利润	4,064	4,605	5,640	6,727
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	1,429	274	260	247
营运资金变动及其他	-1,579	779	-364	37
<b>投资活动现金流</b>	-9,481	697	696	706
资本支出	-2,118	0	0	0
其他投资	-7,363	697	696	706
<b>筹资活动现金流</b>	-1,887	-500	-500	-500
借款增加	0	0	0	0
普通股增加	97	0	0	0
已付股利	-1,195	-500	-500	-500
其他	-789	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	-7,363	5,856	5,733	7,217

利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	25,803	29,557	34,642	39,860
其他收入	210	50	50	50
<b>营业成本</b>	13,319	14,483	16,801	19,133
销售费用	7,314	8,128	9,319	10,742
管理费用	1,113	1,271	1,542	1,794
研发费用	534	562	624	558
财务费用	-390	-221	-397	-569
<b>除税前溢利</b>	5,415	6,100	7,520	8,969
所得税	1,351	1,494	1,880	2,242
<b>净利润</b>	4,064	4,605	5,640	6,727
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	4,064	4,605	5,640	6,727
<b>EBIT</b>	3,733	5,163	6,407	7,683
EBITDA	5,162	5,437	6,667	7,930
<b>EPS (元)</b>	1.54	1.75	2.14	2.55

主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	14.31%	14.55%	17.21%	15.06%
归属母公司净利润	1.32%	13.32%	22.47%	19.27%
<b>获利能力</b>				
毛利率	48.38%	51.00%	51.50%	52.00%
销售净利率	15.75%	15.58%	16.28%	16.88%
ROE	16.70%	16.20%	16.80%	16.90%
ROIC	11.51%	13.71%	14.31%	14.48%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	27.68%	28.08%	27.15%	25.62%
净负债比率	-30.34%	-46.55%	-56.50%	-65.79%
流动比率	1.71	2.05	2.43	2.84
速动比率	1.34	1.78	2.14	2.55
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.81	0.81	0.81	0.80
应收账款周转率	26.83	25.74	25.00	25.86
应付账款周转率	8.37	9.00	9.50	9.50
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.54	1.75	2.14	2.55
每股经营现金流	1.49	2.15	2.10	2.66
每股净资产	9.24	10.79	12.74	15.10
<b>估值比率</b>				
P/E	43.91	22.72	18.55	15.55
P/B	7.33	3.68	3.12	2.63
EV/EBITDA	33.14	16.81	12.85	9.89

## 研究团队简介

汲肖飞，北京大学金融学硕士，五年证券研究经验，2016 年 9 月入职光大证券研究所纺织服装团队，作为团队核心成员获得 2016/17/19 年新财富纺织服装行业最佳分析师第 3 名/第 2 名/第 5 名，并多次获得水晶球、金牛奖等最佳分析师奖项，2020 年 8 月加入信达证券，2020 年获得《财经》研究今榜行业盈利预测最准确分析师、行业最佳选股分析师等称号。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推測仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）：	买入：股价相对强于基准 20% 以上； 增持：股价相对强于基准 5% ~ 20%； 持有：股价相对基准波动在 ±5% 之间； 卖出：股价相对弱于基准 5% 以下。	看涨：行业指数超越基准； 中性：行业指数与基准基本持平； 看淡：行业指数弱于基准。
时间段：报告发布之日起 6 个月内。		

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。