

# 李宁 (02331)：中期业绩亮眼，专业驱动增长

2023年8月18日

强烈推荐/维持

李宁

公司报告

**事件：**李宁发布2023年上半年业绩，上半年集团收入上升13.0%至140.19亿元人民币，权益持有人应占净溢利为21.21亿元人民币，同比微降3.11%。经营现金净流入上升22.7%至19.42亿元人民币；毛利率为48.8%，净利率保持在15.1%的健康水平。上半年整体零售流水录得10%-20%低段增长。

**收入稳健增长，跑鞋品类发力，渠道方面线下暂时增速承压。**上半年公司收入实现13%的增长，在较高基数下收入增速体现出较好的韧性。上半年公司整体零售流水（包括线上及线下）取得10%-20%低段增长，与收入的增速吻合，体现了公司的收入增长有较高质量。**收入按渠道拆分看**，批发业务、电子商务、零售业务分别占比48%、27%、25%，线下方面上半年批发及零售业务的收入增速分别为14%、22%，线上业务取得10%-20%低段下降，线上业务有所压力，主要系疫情过后消费有所从线上回流线下。**分品类流水看**，篮球、跑步、运动生活、健身品类的占比分别为28%、24%、34%、13%，上半年跑步品类的增速达到33%，表现最为优异。公司近期在跑鞋领域通过爆款IP强化心智，在专业跑鞋全面发力，上半年三大核心IP累计销量破430万双。公司近年来专注于产品专业性的提升，上半年收入端的优异增长主要得益于公司优秀的产品矩阵和专业的产品力。我们认为李宁公司将持续推进产品创新和品牌推广，看好其继续扩大品牌阵地。

**经营利润率体现出较高韧性，验证公司运营能力。**上半年公司毛利率为48.8%，去年同期为50.0%，毛利率下降1.2个百分点，主要系疫情消除后线上竞争有所加剧折扣有所加深所致。我们认为产品折扣受到外部短期因素扰动，长期看好公司稳定产品折扣的能力及通过更好产品矩阵稳定整体产品价格的能力。上半年公司经营溢利率为17.7%，比去年同期下降3.6个百分点，除了毛利率影响，另外为疫情消除后费用投放规模有所恢复及其他收入（主要是政府补贴）减少所致，如果撇除掉其他收入因素的影响，公司的经营溢利率比去年同期仅下降2.1个百分点。公司的经营溢利率整体在充满挑战的市场环境下，体现出较强的韧性。中长期看，我们认为公司有潜力将利润率维持在中双至高双位数水平。

**运营层面健康发展，保障企业发展后劲。**从渠道看，截止期末李宁网点数为7448，较去年同期增加336家，较年初减少155家。公司渠道策略方面，拓展高质量可盈利店铺，大店占比持续提升，通过渠道优化，助力公司抓住市场机会。上半年平均运营资金总额占收入比重7.5%，运营资金保持健康水平。公司通过稳健的业务发展战略，实现了健康的运营效率，最终使公司实现收入的增长和健康的利润率水平。

**展望全年及未来几年，我们认为行业将继续保持相对景气，李宁的发展空间仍大。**运动行业近几年仍保持着相对的景气发展，李宁在行业内大有可为：从市场、品类、品牌三个维度看，从市场看李宁在高层级、低层级市场的渗透率仍有提升空间，从品类看公司目前重点发力跑鞋品类，其他品类亦有发力空间，从品牌空间看李宁品牌的消费者粘性仍在持续提升。目前公司重点提升产品专业性，并提升公司整体运营水平，我们看好公司长期的市场竞争力。

## 公司简介：

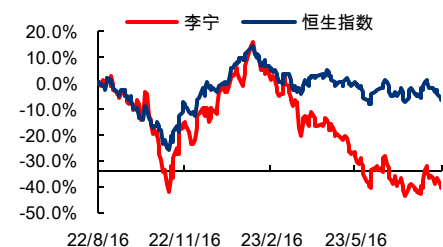
集团为中国领先的体育品牌企业之一。集团拥有本身之品牌、研究、设计、制造、经销及零售实力。集团之产品包括运动及休闲用途之运动鞋、服装及配件，而该等产品主要以集团自有之李宁牌出售。

资料来源：公司公告、iFinD

## 交易数据

52周股价区间（港元）	81.0-40.6
总市值（亿港元）	1,465.63
流通市值（亿港元）	1,465.63
总股本/流通股数（万股）	263,603/263,603
A股/B股（万股）	-/-
52周日均换手率	0.654

## 52周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

## 分析师：刘田田

010-66554038 liutt@dxzq.net.cn  
执业证书编号：S1480521010001

## 分析师：常子杰

010-66554040 changzj@dxzq.net.cn  
执业证书编号：S1480521080005

## 分析师：沈逸伦

010-66554044 shenyil@dxzq.net.cn  
执业证书编号：S1480523060001

**投资建议：**李宁公司近年产品力、渠道力方面优势持续加强，助力公司持续享受运动行业发展红利，看好公司的市场份额持续提升。预计公司 2023-2025 年净利润分别为 46.01、54.04、62.13 亿元人民币，增速分别为 13.22%、17.45%、14.96%，目前股价对应 PE 分别为 23.4、19.9、17.3 倍，维持“强烈推荐”评级。

**风险提示：**疫情扩散影响消费、原材料价格上涨、行业竞争加剧影响折扣。

### 财务指标预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万)	22,572	25,803	29,857	34,502	39,775
增长率(%)	56.13%	12.98%	15.71%	15.55%	15.28%
净利润(百万元)	4,011	4,064	4,601	5,404	6,213
增长率(%)	136.14%	1.32%	13.22%	17.45%	14.96%
每股收益(元)	1.53	1.55	1.75	2.05	2.36
PE	26.78	26.43	23.35	19.88	17.29

资料来源：公司财报、东兴证券研究所



附表：公司盈利预测表

资产负债表		单位:百万元					利润表		单位:百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		
<b>流动资产</b>	<b>18.672</b>	<b>12.395</b>	<b>19.673</b>	<b>26.515</b>	<b>34.240</b>	<b>营业收入</b>	<b>22.572</b>	<b>25.803</b>	<b>29.857</b>	<b>34.502</b>	<b>39.775</b>		
现金	14.746	7.383	14.143	20.156	26.909	<b>营业成本</b>	10.603	13.319	15.377	17.596	20.285		
应收票据及应收账款	903	1,020	1,245	1,439	1,659	营业税金及附加	0	0	0	0	0		
其他应收款	12	0	5	6	7	销售费用	6,138	7,314	7,912	9,143	10,540		
预付账款	67	88	109	125	145	管理费用	1,111	1,113	1,254	1,421	1,639		
存货	1,773	2,428	2,728	3,122	3,599	研发费用	-33	-327	-65	-103	-141		
其他流动资产	1,171	1,475	1,443	1,667	1,922	财务费用	0	0	0	0	0		
<b>非流动资产</b>	<b>11.603</b>	<b>21.252</b>	<b>20.124</b>	<b>18.996</b>	<b>17.868</b>	资产减值损失	159	201	0	0	0		
长期投资	1,267	1,369	1,369	1,369	1,369	信用减值损失	0	0	0	0	0		
固定资产	1,626	3,235	2,728	2,221	1,714	其他经营收益	0	0	0	0	0		
无形资产	1,576	2,291	1,909	1,527	1,145	公允价值变动收益	0	0	0	0	0		
其他非流动资产	7,134	14,357	14,117	13,878	13,638	投资净收益	159	201	0	0	0		
<b>资产总计</b>	<b>30.275</b>	<b>33.647</b>	<b>39.796</b>	<b>45.511</b>	<b>52.107</b>	<b>营业利润</b>	<b>4.912</b>	<b>4.586</b>	<b>5.379</b>	<b>6.444</b>	<b>7.452</b>		
<b>流动负债</b>	<b>7.704</b>	<b>7.241</b>	<b>9.778</b>	<b>11.251</b>	<b>12.970</b>	其他非经营损益	416	829	726	726	526		
短期借款	0	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	<b>5.328</b>	<b>5.415</b>	<b>6.105</b>	<b>7.170</b>	<b>7.977</b>		
应付票据及应付账款	1,599	1,584	2,237	2,560	2,951	所得税	1,317	1,351	1,504	1,766	1,765		
其他流动负债	6,105	5,656	7,541	8,691	10,019	<b>净利润</b>	<b>4.011</b>	<b>4.064</b>	<b>4.601</b>	<b>5.404</b>	<b>6.212</b>		
<b>非流动负债</b>	<b>1.467</b>	<b>2.074</b>	<b>2.074</b>	<b>2.074</b>	<b>2.074</b>	少数股东损益	0	0	0	0	0		
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	<b>4.011</b>	<b>4.064</b>	<b>4.601</b>	<b>5.404</b>	<b>6.213</b>		
其他非流动负债	1,467	2,074	2,074	2,074	2,074	<b>主要财务比率</b>							
<b>负债合计</b>	<b>9.171</b>	<b>9.315</b>	<b>11.852</b>	<b>13.325</b>	<b>15.044</b>		<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>		
少数股东权益	3	2	2	2	2	<b>成长能力</b>							
股本	239	240	1,240	2,240	3,240	营业收入(%)	56.13	14.31	15.71	15.55	15.28		
资本公积	20,863	24,089	23,089	22,089	21,089	净利润(%)	136.15	1.32	13.22	17.45	14.96		
留存收益	0	0	3,612	7,854	12,731	<b>获利能力</b>							
归属母公司股东权益	21,102	24,329	27,942	32,184	37,061	毛利率(%)	53.03	48.38	48.50	49.00	49.00		
<b>负债和股东权益</b>	<b>30.275</b>	<b>33.647</b>	<b>39.796</b>	<b>45.511</b>	<b>52.107</b>	净利率(%)	17.77	15.75	15.41	15.66	15.62		
						ROE(%)	19.01	16.70	16.47	16.79	16.76		
						ROIC(%)	124.64	37.09	20.51	28.47	36.88		
						<b>偿债能力</b>							
						资产负债率(%)	30.29	27.68	29.78	29.28	28.87		
						净负债比率(%)	-69.87	-30.34	-50.61	-62.62	-72.60		
						流动比率	2.42	1.71	2.01	2.36	2.64		
						速动比率	2.04	1.17	1.59	1.93	2.21		
						<b>营运能力</b>							
						总资产周转率	0.75	0.77	0.75	0.76	0.76		
						应收账款周转率	25.00	25.29	23.98	23.98	23.98		
						<b>每股指标(元)</b>							
						每股收益(最新摊薄)	1.52	1.54	1.75	2.05	2.36		
						每股净现金流(最新摊薄)	2.48	1.48	2.71	2.48	2.79		
						每股净资产(最新摊薄)	8.01	9.23	10.60	12.21	14.06		
						<b>估值比率</b>							
						P/E	26.78	26.43	23.35	19.88	17.29		
						P/B	5.09	4.42	3.84	3.34	2.90		
						EV/EBITDA	-0.43	0.77	5.49	9.10	12.17		

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 刘田田

对外经济贸易大学金融硕士，2019年1月加入东兴证券研究所，现任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2年买方经验，覆盖大消费行业研究，具备买方研究思维。

### 常子杰

中央财经大学金融学硕士，2019年加入东兴证券研究所，现任轻工制造行业分析师，研究方向为造纸、包装、电子烟。

### 沈逸伦

新加坡国立大学理学硕士。2021年加入东兴证券研究所，轻工制造行业分析师，主要负责家居和其他消费轻工研究方向。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (A股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526