

买入

2024年08月19日

2024年上半年毛利率提升1.6个百分点；派息比率增加到50%

- **2024年上半年业绩概况：**公司录得收入143.5亿元人民币（下同），同比增长2.3%。自营零售/批发/电商/海外业务分别增长+2.7%/-1.9%/+11.3%/-15.9%。品类来看：跑步增长25%（三大核心IP累计销量破500万双），健身增长7%，篮球及运动生活分别下跌20%/7%。毛利率提升1.6个百分点到50.4%；受益于新品折扣改善，毛利率较高的直面消费者渠道收入占比同比上升；以及存货拨备计提同比减少。经营开支比率增加2.5pct到34.9%（主要受市场推广及广告，租金，工资薪金上升；及信息系统建设投入和折旧摊销增加的影响）。经营利润和股东应占净利润分别减少3.0%和8.0%到24.0及19.5亿元。经营利润率和股东应占净利润率分别为16.7%及13.6%。中期派发股息每股37.75分人民币；派息比率增加到50%。经营现金流金额为27.3亿元，同比增长40.6%。净现金为176亿元。
- **库存周转和零售折扣：**于第二季度，集团整体零售流水（包括线上及线下）录得低单位数的下降；零售/批发/电商分别录得持平/高单位数的减少/高单位数的增长。线下折扣约为7折（基本持平），电商折扣率有低单位数的改善。整体渠道存货周转月和店铺存货周转月分别为3.9/3.0；6个月或以内的存货占比为87%。公司库存同比增加9%到24.6亿元；6个月或以内的存货占比为80%。李宁牌和李宁YOUNG的销售点分别为6239（同比减少1个）和1438个（同比增加10个）；店铺总面积增加中单位数，平均月店效为31万元。大店数目约为1650个，平均面积超过410平方米。9代店超过450家，平均店效为45万元。
- **2024年全年的展望：**据了解：第三季度到目前线下流水还是有高单位数的下跌；线上也有压力（但8月有改善-因为NBA的活动。折扣率方面：线下同比有点加深，电商则同比改善。展望全年，预计收入增长会从之前预计的中单位数下调到低单位数；净利润率估计为10-20%低段。
- **目标价15.77港元，维持买入评级：**2024年上半年业绩基本符合预期；毛利率和派息比率都有增加。由于公司的库存周转处于行业领先的水平、资产负债状况维持稳健、公司估值吸引；我们维持买入评级，目标价15.77港元，相当于2024年每股盈利预测的12倍。
- **风险因素：**我们认为以下是一些比较重要的风险：1)收入增长不及预期、2)国际品牌的竞争、3)宏观经济的影响等。

王柏俊

852-25321915

patrick.wong@firstshanghai.com.hk

主要数据

行业	服装纺织
股价	13.10 港元
目标价	15.77 港元 (+20.3%)
股票代码	2331
已发行股本	25.84 亿股
市值	339 亿港元
52周高/低	40.45/12.88 港元
每股净现值	9.29 人民币
主要股东	非凡中国 (10.53%)

盈利摘要

截止12月31日财政年度	2022实际	2023实际	2024预测	2025预测	2026预测
收入 (百万人民币)	25,803.4	27,598.5	28,277.5	29,701.2	31,473.0
变动 (%)	14.3%	7.0%	2.5%	5.0%	6.0%
净利润 (百万人民币)	4,064	3,187	3,161	3,515	3,848
每股收益 (人民币)	1.55	1.22	1.21	1.34	1.47
变动 (%)	-2.9%	-21.6%	-0.8%	11.2%	9.5%
市盈率 (倍, @ 13.1港元)	7.8	9.9	10.0	9.0	8.2
每股派息 (人民币)	0.46	0.55	0.54	0.60	0.66
息率 (%)	3.8%	4.5%	4.5%	5.0%	5.5%

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：彭博

附录 1：主要财务报表

损益表						财务分析				
<人民币> <百万>, 财务年度截至<12月31日>						<人民币> <百万>, 财务年度截至<12月31日>				
	2022年实际	2023年实际	2024年预测	2025年预测	2026年预测	2022年实际	2023年实际	2024年预测	2025年预测	2026年预测
收入	25,803.4	27,598.5	28,277.5	29,701.2	31,473.0	盈利能力				
毛利	12,484.8	13,352.1	13,976.5	14,820.5	15,811.7	毛利率 (%)	48.4%	48.4%	49.4%	49.9%
其他业务收入	805.2	523.7	536.6	563.6	597.2	净利率 (%)	15.7%	10.7%	11.2%	11.8%
销售及管理费用	(8,427.5)	(10,336.3)	(10,802.0)	(11,256.8)	(11,865.3)	营运表现				
营运收入	4,886.8	3,559.1	3,711.1	4,127.3	4,543.6	SG&A/收入 (%)	32.7%	37.5%	38.2%	37.9%
利息费用	(120.6)	(70.0)	(70.0)	(70.0)	(70.0)	有效税率 (%)	25.0%	26.6%	25.1%	25.1%
利息收入	447.7	159.7	202.7	258.5	287.5	派息比率 (%)	29.8%	44.9%	44.9%	44.9%
联营公司	201.2	378.0	378.0	378.0	378.0	库存周转	58	58	58	58
税前盈利	5,415.1	4,026.8	4,221.7	4,693.8	5,139.1	应付账款天数	42	42	42	42
所得税	(1,351.3)	(1,069.2)	(1,060.6)	(1,179.1)	(1,291.0)	应收账款天数	14	14	14	14
净利润	4,063.8	2,957.6	3,161.2	3,514.6	3,848.1	财务状况				
折旧及摊销	1,343.6	1,168.4	1,292.6	1,467.5	1,678.4	负债/资产	0.28	0.29	0.26	0.24
EBITDA	6,230.4	4,727.5	5,003.7	5,594.8	6,222.0	收入/总资产	0.77	0.81	0.76	0.73
增长						总资产/股本	1.38	1.40	1.35	1.32
总收入 (%)	14.3%	7.0%	2.5%	5.0%	6.0%	利息保障倍数	40.53	50.84	53.02	58.96
每股收益 (%)	-2.9%	-21.6%	-0.8%	11.2%	9.5%					
资产负债表						现金流量表				
<人民币> <百万>, 财务年度截至<12月31日>						<人民币> <百万>, 财务年度截至<12月31日>				
	2022年实际	2023年实际	2024年预测	2025年预测	2026年预测	2022年预测	2023年预测	2024年预测	2025年预测	2026年预测
现金	7,382.2	10,687.7	12,544.6	14,477.0	15,618.7	EBITDA	6230.4	4727.5	5003.7	5594.8
应收账款	1,020.3	1,205.5	1,084.6	1,139.2	1,207.2	调整项	163.2	859.2	1116.5	1442.8
存货	2,428.0	2,493.2	2,445.4	2,283.9	2,693.4	营运资金变化	(1163.5)	(438.0)	37.0	306.1
其他流动资产	1,564.3	(733.5)	1,016.7	1,016.7	1,016.7	所得税	(1316.4)	(1190.3)	(1060.6)	(1179.1)
总流动资产	12,394.9	13,653.0	17,091.3	18,916.7	20,536.0	营运现金流	3913.6	3958.4	5096.7	6164.5
固定资产	3,234.6	4,123.9	3,197.4	3,629.9	4,151.5	资本开支	(2176.0)	(1500.0)	(1600.0)	(1900.0)
无形资产	217.2	220.9	66.1	55.7	46.9	其他投资活动	(7305.4)	536.4	(683.6)	(1001.9)
长期投资及其他	17,799.8	16,210.0	16,882.5	18,348.8	20,332.9	投资活动现金流	(9481.4)	(963.6)	(2283.6)	(2901.9)
总资产	33,646.5	34,207.8	37,237.2	40,951.1	45,067.3	负债变化	0.0	0.0	0.0	0.0
应付帐款	1,584.4	1,789.8	1,645.6	1,712.3	1,802.1	股本变化	0.0	0.0	0.0	0.0
其他应付账款	3,648.7	3,255.7	3,268.2	3,400.7	3,579.0	其他融资活动	(1887.4)	310.7	(956.2)	(1330.4)
其他短期负债	2,007.7	2,223.0	2,223.0	2,223.0	2,223.0	融资活动现金流	(1887.4)	310.7	(956.2)	(1330.4)
总短期负债	7,240.8	7,268.5	7,136.7	7,335.9	7,604.1	现金变化	(7455.3)	3305.5	1856.9	1932.3
租赁负债	1,473.9	1,825.3	1,825.3	1,825.3	1,825.3	汇兑损失	92.6	0.0	0.0	0.0
其他负债	599.9	707.4	707.4	707.4	707.4	期初持有现金	14744.9	7382.2	10687.7	12544.6
总负债	9,314.6	9,801.2	9,669.4	9,868.6	10,136.8	期末持有现金	7382.2	10687.7	12544.6	14477.0
少数股东权益	2.5	0.0	0.1	0.1	0.2					
股东权益	24329.4	24406.6	27567.8	31082.3	34930.4					

数据来源：公司资料、第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中71号

永安集团大厦19楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。