

研究所:
 证券分析师: 马川琪 S0350523050001
 macq@ghzq.com.cn
 联系人: 廖小慧 S0350122080035
 liaoxh@ghzq.com.cn

上半年业绩好于预期, 持续稳健经营

——李宁 (02331) 2024H1 中报点评

最近一年走势



相对恒生指数表现

2024/08/16

| 表现 | 1M | 3M | 12M |
|------|--------|--------|--------|
| 李宁 | -12.2% | -39.0% | -66.0% |
| 恒生指数 | -1.7% | -10.0% | -4.9% |

市场数据

2024/08/16

| | |
|--------------|-------------|
| 当前价格 (港元) | 13.10 |
| 52周价格区间 (港元) | 12.88-41.45 |
| 总市值 (百万港元) | 33,856.69 |
| 流通市值 (百万港元) | 33,856.69 |
| 总股本 (万股) | 258,448.05 |
| 流通股本 (万股) | 258,448.05 |
| 日均成交额 (百万港元) | 1,110.75 |
| 换手率 (%) | 3.17 |

相关报告

《李宁 (02331) 2023 年业绩点评: 库存周转回归健康水平, 看好 2024 年稳健发展 (买入)*服装家纺*杨仁文, 马川琪》——2024-03-22

《李宁 (02331) 2023Q3 营运情况点评报告: Q3 直营渠道表现稳健, 轻装上阵未来可期 (买入)*服装家纺*杨仁文, 马川琪》——2023-10-27

《李宁 (02331) 2023 中报点评报告: Q2 流水环比改善明显, 维持全年指引 (买入)*服装家纺*杨仁文, 马川琪》——2023-08-12

《李宁 (02331) 事件点评: 疫情影响增长放缓,

事件:

李宁 2024 年 8 月 16 日发布 2024H1 业绩: 2024 年上半年公司实现营业收入 143.45 亿元, 同比+2.3%, 归母净利润为 19.52 亿元, 同比-8.0%, 归母净利率 13.61%, 较上年同期-1.52pct, 毛利率 50.44%, 较上年同期+1.66pct。中期股息为每股普通股 37.75 分人民币, 派息比率 50%。

投资要点:

- 公司整体经营稳健, 电商渠道表现突出。** 2024 年上半年公司实现营业收入 143.45 亿元, 同比+2.3%; 归母净利润为 19.52 亿元, 同比-8.0%, 好于我们预期; 归母净利率 13.61%, 较上年同期-1.52pct; 毛利率 50.44%, 较上年同期+1.66pct。2024H1 收入按业务拆分, 1) 分品类: 鞋类 78.44 亿元, 同比+4.4%; 服装 53.75 亿元, 同比-4.7%; 器材及配件 11.26 亿元, 同比+30.3%。2) 分渠道: 特许经销商 65.9 亿元, 同比-2.0%; 直营 35.02 亿元, 同比+2.7%; 电商 40.04 亿元, 同比+11.4%; 国际市场 2.48 亿元, 同比-14.4%。
- 电商及直营渠道毛利率同比提升, 带动整体盈利能力增强。** 2024 年上半年, 经营现金净流入+40.6%至 27.3 亿元, 整体毛利率为 50.44%, 较上年同期+1.66pct。其中, 由于新品折扣改善及渠道结构优化, 直营毛利率改善 0.5pct, 电商渠道毛利率改善 0.9pct, DTC 渠道占比提升带来毛利率改善 0.4pct。公司归母净利率 13.61%, 较上年同期-1.52pct, ROE 为 7.8%, 较上年同期-0.7pct。费用方面, 广告推广开支占比 8.7%, 较上年同期+1.3pct, 研发开支占比 2.2%, 较上年同期+0.1pct, 员工开支占比 8.5%, 较上年同期+0.2pct。
- 库存周转保持健康水平, Q2 线下经营承压。** 截止 2024H1, 公司整体存货周转天数 62 天, 较上年同期+5 天, 存货同比-7.23%至 23.13 亿元, 全渠道库销比 3.9 个月, 新品库存占比 83%, 渠道库存同比上升中单位数, 库存周转及库龄结构保持在合理可控水平。运营资金方面, 平均运营资金总额占收入比为 7.1%, 现金循环周期较上年同期+1 天至 31 天, 运营效率保持在健康水平。零售流水方面, 2024Q2 整体零售流水 (不包括李宁 YOUNG) 同比低单位数下降, 线下渠道 (零售+批发) 同比中单位数下降, 其中零售渠道 (直接经营) 同比持平, 批发 (特许经销商) 渠道同比高单位数下降, 电商

看好后续快速恢复（买入）*服装家纺*杨仁文》—
—2023-03-18

同比高单位数增长。整体经营环境承压，线下经营面临挑战。

- **持续优化店铺结构，强化高质量及新兴市场渠道。**截至 2024H1，公司总销售点位共计 7677 个，较上年同期+229 个，中国李宁销售点数量（不包括李宁 YOUNG）共计 6239 个，较上年同期+72 个，本年至今净减少 1 个，其中零售业务净减少 3 个，批发业务净增加 2 个。截至 2024 年中期，中国李宁 YOUNG 销售点数量共计 1438 个，较上年同期+157 个，较上一季末+33 个。公司以优化渠道结构和提升渠道为核心，通过关闭低效店铺和拓展在优质购物中心和奥莱渠道的业务版图以扩大高层级市场竞争优势，同时引入视觉陈列设计营造线下沉浸式购物体验并积极探索校园店等新渠道形式进一步增强品牌认知，拓展消费群体。
- **盈利预测和投资评级：**受经济形势影响，我们调整公司盈利预测，预计公司 2024-2026 年实现收入 285.3/307.6/338.1 亿元人民币，同比+3%/+8%/+10%；归母净利润 32.5/37.4/42.1 亿元人民币，同比+2%/+15%/+13%；2024 年 8 月 16 日收盘价 13.1 港元，对应 PE 估值为 10/8/7X。长期我们看好公司品牌力及产品力的增强，实现利润率提高，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济波动引致的风险；行业竞争风险；消费者偏好变化风险；产品推出不及预期风险；供应链风险；新品牌增长不及预期风险。

| 预测指标 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元） | 27,598 | 28,531 | 30,760 | 33,809 |
| 增长率(%) | 7 | 3 | 8 | 10 |
| 归母净利润（百万元） | 3,187 | 3,252 | 3,736 | 4,207 |
| 增长率(%) | -22 | 2 | 15 | 13 |
| 摊薄每股收益（元） | 1.23 | 1.25 | 1.44 | 1.62 |
| ROE(%) | 13 | 12 | 12 | 12 |
| P/E | 9.9 | 9.7 | 8.4 | 7.5 |
| P/B | 1.4 | 1.3 | 1.1 | 1.0 |
| P/S | 1.2 | 1.2 | 1.1 | 1.0 |
| EV/EBITDA | 5 | 5 | 4 | 3 |

注：财务单位为人民币，2024 年 8 月 16 日 1 港元=0.91654 元人民币

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：李宁盈利预测表（财务单位为人民币，股价单位为港元，2024年8月16日1港元=0.91654元人民币）

| 证券代码: | 02331 | | 股价: | 13.10 | 投资评级: | 买入 | 日期: | 2024/08/16 | |
|--------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 财务指标 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 每股指标与估值 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 盈利能力 | | | | | 每股指标 | | | | |
| ROE | 13% | 12% | 12% | 12% | EPS | 1.23 | 1.25 | 1.44 | 1.62 |
| 毛利率 | 48.4% | 50.3% | 50.4% | 50.6% | BVPS | 9.39 | 10.48 | 11.73 | 13.14 |
| 期间费率 | 37% | 37% | 36% | 36% | 估值 | | | | |
| 销售净利率 | 11.5% | 11.4% | 12.1% | 12.4% | P/E | 9.9 | 9.7 | 8.4 | 7.5 |
| 成长能力 | | | | | P/B | 1.4 | 1.3 | 1.1 | 1.0 |
| 收入增长率 | 7% | 3% | 8% | 10% | P/S | 1.2 | 1.2 | 1.1 | 1.0 |
| 利润增长率 | -22% | 2% | 15% | 13% | | | | | |
| 营运能力 | | | | | 利润表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 总资产周转率 | 0.81 | 0.79 | 0.82 | 0.86 | 营业收入 | 27,598 | 28,531 | 30,760 | 33,809 |
| 应收账款周转率 | 17.97 | 22.03 | 26.01 | 28.79 | 营业成本 | 14,246 | 14,170 | 18,317 | 18,317 |
| 存货周转率 | 5.8 | 4.8 | 4.1 | 3.9 | 其他收入 | - | - | - | - |
| 偿债能力 | | | | | 经销开支 | 9,080 | 9,268 | 9,862 | 10,820 |
| 资产负债率 | 29% | 28% | 18% | 18% | 行政开支 | 1,256 | 1,319 | 1,359 | 1,359 |
| 流动比 | 1.88 | 2.31 | 3.92 | 4.55 | 金融资产相关 | 20 | 80 | 80 | 80 |
| 速动比 | 1.06 | 1.43 | 2.57 | 3.11 | 融资开支 | -181.4 | 48.8 | 178.0 | 178.0 |
| | | | | | 营业利润 | 3,559 | 4,254 | 4,770 | 5,399 |
| 资产负债表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 投资收益 | 378 | 0 | 0 | 0 |
| 现金及现金等价物 | 6,308 | 9,975 | 14,041 | 18,549 | 利润总额 | 4,256 | 4,336 | 4,981 | 5,610 |
| 应收款项 | 1,383 | 1,207 | 1,159 | 1,190 | 所得税费用 | 1,069 | 1,084 | 1,245 | 1,402 |
| 存货净额 | 2,493 | 3,386 | 4,000 | 4,536 | 净利润 | 3,187 | 3,252 | 3,736 | 4,207 |
| 其他流动资产 | 3,468 | 3,468 | 4,000 | 4,644 | 少数股东损益 | - | - | - | - |
| 流动资产合计 | 13,653 | 18,036 | 23,200 | 28,919 | 归属于母公司净利润 | 3,187 | 3,252 | 3,736 | 4,207 |
| 固定资产 | 3,736 | 4,042 | 4,367 | 4,748 | | | | | |
| 在建工程 | - | - | - | - | 现金流量表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 无形资产及其他 | 221 | 600 | 800 | 800 | 经营活动现金流 | 4,688 | 5,516 | 6,090 | 6,746 |
| 长期股权投资 | 16,598 | 14,904 | 8,944 | 6,930 | 净利润 | 3,187 | 3,252 | 3,736 | 4,207 |
| 资产总计 | 34,208 | 37,582 | 37,311 | 41,397 | 少数股东损益 | - | - | - | - |
| 短期借款 | 800 | 800 | 800 | 800 | 折旧摊销 | 1,844 | 1,121 | 1,213 | 1,310 |
| 应付款项 | 1,790 | 2,599 | 3,094 | 3,519 | 公允价值变动 | - | - | - | - |
| 预收帐款 | - | - | - | - | 营运资金变动 | - | 92 | -71 | -141 |
| 其他流动负债 | 3,763 | 2,000 | 400 | 400 | 投资活动现金流 | -2,449 | -1,427 | -1,538 | -1,690 |
| 流动负债合计 | 7,268 | 7,795 | 5,925 | 6,351 | 资本支出 | -1,500.0 | -1,426.5 | -1,538.0 | -1,690.4 |
| 长期借款及应付债券 | - | - | - | - | 长期投资 | - | - | - | - |
| 其他长期负债 | 80 | 100 | 200 | 200 | 其他 | - | - | - | - |
| 长期负债合计 | 2,533 | 2,552 | 900 | 900 | 筹资活动现金流 | -4,217 | -423 | -486 | -547 |
| 负债合计 | 9,801 | 10,347 | 6,825 | 7,251 | 债务融资 | - | - | - | - |
| 股东权益 | 24,407 | 27,236 | 30,486 | 34,146 | 权益融资 | - | - | - | - |
| 负债和股东权益总计 | 34,208 | 37,582 | 37,311 | 41,397 | 其它 | - | - | - | - |
| | | | | | 现金净增加额 | -1,074 | 3,667 | 4,066 | 4,508 |

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【海外消费&纺织服装小组介绍】

马川琪：海外消费负责人，资深分析师，美国西北大学硕士，英国布里斯托大学学士。专注于大消费产业研究，全球视角。

廖小慧：研究助理，复旦大学硕士，从事海外消费、纺服行业研究，全球视角。

刘毅：研究助理，香港中文大学硕士，西南财经大学学士，主要覆盖美股消费，全球视角。

【分析师承诺】

马川琪，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R4，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（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。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代

自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。