

李宁 (02331.HK)

24H1 业绩点评: 利润率及库存小幅承压, 派息率提升

买入 (维持)

| 盈利预测与估值 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|-------|---------|--------|-------|-------|
| 营业总收入 (百万元) | 25803 | 27598 | 28315 | 30453 | 32907 |
| 同比(%) | 14.31 | 6.96 | 2.60 | 7.55 | 8.06 |
| 归母净利润 (百万元) | 4064 | 3187 | 3129 | 3556 | 3911 |
| 同比(%) | 1.32 | (21.58) | (1.82) | 13.64 | 9.98 |
| EPS-最新摊薄 (元/股) | 1.57 | 1.23 | 1.21 | 1.38 | 1.51 |
| P/E (现价&最新摊薄) | 7.58 | 9.67 | 9.85 | 8.66 | 7.88 |

投资要点

- 公司公布 24H1 业绩:** 24H1 实现收入 143.45 亿元/yoy+2.3%、归母净利 19.5 亿元/yoy-8.0%，收入小幅增长，利润下滑主因费用率提升。流水方面，24Q1/Q2 李宁 (不含 YOUNG) 全平台流水分别增长低单位数/下滑低单位数，Q2 流水下滑主因整体消费疲软、气候影响、行业竞争加剧。中期派息 37.75 分/股，派息率 50% (同比提升 5pct)。
- 收入拆分: 电商渠道、跑鞋品类、童装表现较好。** 1) 分渠道看，24H1 直营/批发/电商收入分别同比+2.7%/-2.0%/+11.4%，电商好于线下，主因线上消费环境回暖、客流回升 (同比提升 10%-20%中段)，同时公司发力线上新平台。截至 24H1 末公司门店共 7677 家、较 23H1 净增 229 家 (李宁牌直营+72&YOUNG+157 家)，同比+2.9%。2) 分产品看，24H1 鞋类/服装/器材及配件收入分别同比+4.4%/-4.7%/+30.3%，服装销售承压，我们判断主因整体消费环境偏弱、服装可选属性较强、竞争更激烈。从品类上看，跑步/篮球/健身/运动生活流水分别同比+25%/-20%/+7%/-7%、流水分别占比 30%/22%/14%/33%，跑鞋保持竞争优势，24H1 三大核心 IP 超轻、赤兔、飞电累计销售达 500 万双。3) 分子品牌看，24H1 李宁牌/李宁 YOUNG/国际市场收入分别约 135.2/5.8/2.5 亿元、分别同比+2.1%/+16.2%/-14.4%，童装表现好于成人装，国际市场销售承压。24H1 童装平均件单价同比提升中单位数，平均月店效 13 万元。
- 李宁牌: 电商双位数增长，批发及直营同店销售均下滑，直营开店带动直营渠道收入增长。** 24H1 李宁牌批发/直营/电商收入分别同比-2.6%/+2.1%/+10.5%，收入分别占李宁牌的 45%/25%/30%。截至 24H1 李宁牌门店共 6239 家、较 23H1 净增 72 家、同比+1.1%，其中批发/直营店铺数分别为 4744/1495 家，较 23H1 末分别净增 0/72 家、分别同比持平/+4.6%，由此估算批发及直营同店销售均有低单位数下滑。大店占比继续提升，24H1 店铺总面积同比增长中单位数、平均店铺面积 245 平米。
- 利润率下降，存货周转延长。** 1) 毛利率: 24H1 毛利率同比+1.6pct 至 50.4%，主要来自电商及直营销售折扣改善 (电商折扣同比改善低单位数)，以及电商直营占比提升。2) 费用率: 24H1 期间费用率同比+2.84pct，其中销售/管理/财务费用率分别同比+1.93/+0.52/+0.39pct 至 30.0%/4.72%/-1.07%，销售费用率提升较多主因巴黎奥运会相关营销投入增多。3) 归母净利率: 结合毛利率、费用率变动，及存货和应收款拨备增多，24H1 归母净利率同比-1.5pct 至 13.6%。4) 存货: 截至 24H1 存货 23.1 亿元/yoy+9.0%、存货周转天数 62 天/同比+5 天，库销比 3.9 个月/同比+0.1 个月/环比+0.3 个月，终端销售环境偏弱及主动调整批发商发货，存货周转有所延长。5) 现金流: 24H1 经营现金流净额 27.30 亿元/yoy+40.6%，净现金 176 亿元/yoy-8.6% (长期银行存款减少)。
- 盈利预测与投资评级:** 公司为国产运动服饰龙头，24H1 终端消费环境偏弱、行业竞争加剧，叠加 Q2 全国极端气候影响，公司收入小幅增长，费用率提升导致归母净利润同比下滑。7 月以来线下销售仍承压，考虑终端消费环境低迷，我们将 24-26 年归母净利润从 33.9/37.7/40.1 亿元下调至 31.3/35.6/39.1 亿元，对应 PE 为 10/9/8X，维持“买入”评级。
- 风险提示:** 消费疲软，竞争加剧，极端气候不利于销售。

2024 年 08 月 20 日

证券分析师 汤军

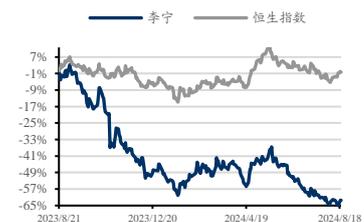
执业证书: S0600517050001
021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

证券分析师 赵艺原

执业证书: S0600522090003
zhaoyy@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

| | |
|--------------|-------------|
| 收盘价(港元) | 14.06 |
| 一年最低/最高价 | 12.88/40.65 |
| 市净率(倍) | 1.40 |
| 港股流通市值(百万港元) | 36,337.80 |

基础数据

| | |
|-----------|----------|
| 每股净资产(元) | 10.02 |
| 资产负债率(%) | 27.10 |
| 总股本(百万股) | 2,584.48 |
| 流通股本(百万股) | 2,584.48 |

相关研究

《李宁(02331.HK.): 24Q1 流水点评: 流水小幅增长, 库存及折扣有所改善》
2024-04-25

《李宁(02331.HK.): 23Q3 流水点评: 电商及批发渠道承压, 期待库存优化、进入高质量增长》
2023-10-26

表1: 24H1 公司收入、渠道按子品牌、渠道划分情况

| | 24H1 收入 (亿元) | YOY | 收入 占比 | 渠道数量 (家) | 环比净变动(家, 较 23 年末) | 同比净变动(家, 较 23H1 末) |
|-------------|-----------------|-------------|-------------|-------------|----------------------|-----------------------|
| 整体 | 143.45 | 2.3% | 100% | 7677 | 9 | 229 |
| 分子品牌 | | | | | | |
| 李宁牌 | 135.20 | 2.1% | 94.4% | 6239 | -1 | 72 |
| | 占李宁牌 | | | | | |
| 直营 | 33.80 | 2.1% | 25.0% | 1495 | -3 | 72 |
| 批发 | 61.74 | -2.6% | 45.0% | 4744 | 2 | 0 |
| 电商 | 39.66 | 10.5% | 30.0% | / | / | / |
| 李宁 YOUNG | 5.77 | 16.2% | 3.5% | 1438 | 10 | 157 |
| 国际市场 | 2.48 | -14.4% | 2.1% | / | / | / |
| 分渠道 | | | | | | |
| 中国市场 | 140.97 | 2.7% | 98.3% | / | / | / |
| 直营 | 35.02 | 2.7% | 24.4% | / | / | / |
| 批发 | 65.90 | -2.0% | 46.0% | / | / | / |
| 电商 | 40.04 | 11.4% | 27.9% | / | / | / |
| 国际市场 | 2.48 | -14.4% | 1.7% | / | / | / |

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表 2: 李宁 23Q1-24Q2 经营数据 (除标明下滑外, 其余默认同比增长)

| | 2023Q1 | 2023Q2 | 2023Q3 | 2023Q4 | 2024Q1 | 2024Q2 |
|------------------|-------------|----------|-----------|----------|-------------|--------|
| 门店数 | 7,459 | 7,448 | 7,664 | 7,668 | 7,619 | 7,677 |
| 李宁牌 | 6,206 | 6,167 | 6,294 | 6,240 | 6,214 | 6,239 |
| 零售 | 1,450 | 1,423 | 1,487 | 1,498 | 1,499 | 1,496 |
| 批发 | 4,756 | 4,744 | 4,807 | 4,742 | 4,715 | 4,717 |
| 李宁 YOUNG | 1,253 | 1,281 | 1,370 | 1,428 | 1,405 | 1,438 |
| 全平台流水同比 (李宁牌) | 中单位数 | 10-20%低段 | 中单位数 | 20-30%低段 | 低单位数 | 下滑低单位数 |
| 线下 | 高单位数 | 10-20%低段 | 高单位数 | 20-30%高段 | 下滑低单位数 | 下滑中单位数 |
| 零售 | 10-20%中段 | 20-30%低段 | 20-30%低段 | 50-60%低段 | 中单位数 | 持平 |
| 批发 | 中单位数 | 高单位数 | 低单位数 | 10-20%高段 | 下滑中单位数 | 下滑高单位数 |
| 电商 | 下滑 10-20%中段 | 低单位数 | 下滑低单位数 | 中单位数 | 20-30%低段 | 高单位数 |
| 同店销售同比 (李宁牌) | 下滑高单位数 | 低单位数 | 下滑中单位数 | 10-20%低段 | 下滑中单位数 | / |
| 线下 | 下滑低单位数 | 低单位数 | / | 30-40%高段 | / | / |
| 零售 | 下滑低单位数 | 高单位数 | 中单位数 | 10-20%低段 | 下滑低单位数 | / |
| 批发 | 下滑低单位数 | 低单位数 | 下滑 10-20% | 低单位数 | 下滑 10-20%中段 | / |
| 电商 | 下滑 20-30%低段 | 低单位数 | 下滑低单位数 | 低单位数 | 20-30%低段 | / |

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

李宁三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|-----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 流动资产 | 13,652.98 | 15,532.61 | 18,057.47 | 20,818.99 | 营业总收入 | 27,598.49 | 28,315.36 | 30,453.33 | 32,906.76 |
| 现金及现金等价物 | 5,443.88 | 7,052.16 | 9,234.08 | 11,399.43 | 营业成本 | 14,246.44 | 14,488.17 | 15,569.68 | 16,818.14 |
| 应收账款及票据 | 1,205.53 | 1,179.81 | 1,268.89 | 1,371.12 | 销售费用 | 9,080.12 | 9,202.49 | 9,745.07 | 10,530.16 |
| 存货 | 2,493.21 | 2,615.92 | 2,594.95 | 2,803.02 | 管理费用 | 1,256.15 | 1,359.14 | 1,461.76 | 1,579.52 |
| 其他流动资产 | 4,510.36 | 4,684.72 | 4,959.55 | 5,245.42 | 经营利润 | 3,036.98 | 3,365.56 | 3,776.82 | 4,078.93 |
| 非流动资产 | 20,554.82 | 20,896.37 | 21,344.49 | 21,942.99 | 利息收入 | 557.11 | 108.88 | 141.04 | 184.68 |
| 固定资产 | 4,123.95 | 3,876.42 | 3,678.39 | 3,599.97 | 利息支出 | 162.49 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 商誉及无形资产 | 2,404.92 | 2,712.61 | 2,958.76 | 3,235.67 | 其他收益 | 824.57 | 697.57 | 823.26 | 950.52 |
| 长期投资 | 1,606.60 | 1,706.60 | 1,806.60 | 1,906.60 | 利润总额 | 4,256.17 | 4,172.00 | 4,741.12 | 5,214.13 |
| 其他长期投资 | 11,025.79 | 11,325.79 | 11,625.79 | 11,925.79 | 所得税 | 1,069.21 | 1,043.00 | 1,185.28 | 1,303.53 |
| 其他非流动资产 | 1,393.56 | 1,274.95 | 1,274.95 | 1,274.95 | 净利润 | 3,186.96 | 3,129.00 | 3,555.84 | 3,910.60 |
| 资产总计 | 34,207.80 | 36,428.97 | 39,401.96 | 42,761.98 | 少数股东损益 | 0.05 | (0.05) | (0.06) | 0.00 |
| 流动负债 | 7,268.48 | 7,675.32 | 8,253.12 | 8,917.21 | 归属母公司净利润 | 3,186.91 | 3,129.05 | 3,555.90 | 3,910.60 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBIT | 3,861.55 | 4,063.13 | 4,600.08 | 5,029.45 |
| 应付账款及票据 | 1,789.80 | 2,012.25 | 2,162.46 | 2,335.85 | EBITDA | 5,733.34 | 5,602.97 | 6,151.96 | 6,430.95 |
| 其他 | 5,478.68 | 5,663.07 | 6,090.67 | 6,581.35 | | | | | |
| 非流动负债 | 2,532.69 | 2,247.07 | 2,247.07 | 2,247.07 | | | | | |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | | | | | |
| 其他 | 2,532.69 | 2,247.07 | 2,247.07 | 2,247.07 | | | | | |
| 负债合计 | 9,801.16 | 9,922.39 | 10,500.19 | 11,164.27 | | | | | |
| 股本 | 239.55 | 239.55 | 239.55 | 239.55 | 主要财务比率 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 少数股东权益 | 0.00 | (0.05) | (0.10) | (0.10) | 每股收益(元) | 1.23 | 1.21 | 1.38 | 1.51 |
| 归属母公司股东权益 | 24,406.64 | 26,506.64 | 28,901.87 | 31,597.81 | 每股净资产(元) | 9.30 | 10.26 | 11.18 | 12.23 |
| 负债和股东权益 | 34,207.80 | 36,428.97 | 39,401.96 | 42,761.98 | 发行在外股份(百万股) | 2,584.48 | 2,584.48 | 2,584.48 | 2,584.48 |
| | | | | | ROIC(%) | 11.87 | 11.97 | 12.45 | 12.47 |
| | | | | | ROE(%) | 13.06 | 11.80 | 12.30 | 12.38 |
| | | | | | 毛利率(%) | 48.38 | 48.83 | 48.87 | 48.89 |
| | | | | | 销售净利率(%) | 11.55 | 11.05 | 11.68 | 11.88 |
| | | | | | 资产负债率(%) | 28.65 | 27.24 | 26.65 | 26.11 |
| | | | | | 收入增长率(%) | 6.96 | 2.60 | 7.55 | 8.06 |
| | | | | | 净利润增长率(%) | (21.58) | (1.82) | 13.64 | 9.98 |
| | | | | | P/E | 9.67 | 9.85 | 8.66 | 7.88 |
| | | | | | P/B | 1.28 | 1.16 | 1.07 | 0.98 |
| | | | | | EV/EBITDA | 7.76 | 4.24 | 3.51 | 3.02 |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2024年8月20日的0.91,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(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,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>