

李宁 (02331.HK)

24Q3 流水点评: 环比转弱符合预期、维持业绩指引, 成立合资公司发展海外业务

买入 (维持)

2024 年 10 月 23 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

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)	9.40	11.98	12.20	10.74	9.76

投资要点

■ **公司公布 2024Q3 经营数据及成立合资公司公告: 1) 24Q3 经营数据:** 李宁 (不含 young) 全渠道零售流水同比下滑中单位数, 其中线下/电商渠道流水分别同比下滑高单位数/增长中单位数, 线下渠道中直营/批发分别同比下滑中单位数/高单位数。2) **成立合资公司:** 公司全资子公司 LN Co 与 Founder Co、HongShan Venture、HongShan Motivation 成立合资公司, 合计注资 2 亿港元, 持股比例分别为 29%、26%、31.36%、13.64%, 旨在聚焦国内市场发展的同时, 借助国际机构经验和资源继续探索国际业务发展。

■ **Q3 流水环比 Q2 转弱, 延续线上好于线下、直营好于批发趋势, 期待 Q4 销售环比改善。** 受国内消费环境低迷影响, 24Q3 李宁 (不含 young) 全渠道流水同比下滑中单位数、降幅较 Q2 有所加深。结构上延续线上好于线下、直营好于批发趋势, 主因: ① 电商经营环境恢复, 公司电商渠道加强专业产品投放, 电商专供品更符合当前消费趋势; ② 直营渠道中奥莱表现较好 (24Q3 奥莱渠道同比持平, 直营正价店表现与批发渠道相近)。在积极政策和气候催化下, 国庆期间各渠道流水环比改善, 线下流水同比增长个位数、电商增长 30-40%, 当前双十一预售符合预期, 期待 Q4 销售较 Q3 改善。

■ **Q3 库存压力增加、线下折扣同比小幅加深。** 1) **库存方面,** 由于终端销售疲软, 24Q3 库销比 5 个月左右、同比略有提升, 6 个月以内新货占比 80%+, 整体库存仍处可控范围, 公司目标到年底库销比回落至 4-5 个月; 2) **折扣方面,** 基于线下销售承压背景, 24Q3 线下折扣同比加深低个位数, 电商折扣同比改善低个位数, 预计 Q4 延续打折促销策略。

■ **公司维持全年收入同比增长低单位数、净利润率低双位数指引。** 1) **收入:** 基于 10 月以来销售改善趋势, 公司维持全年收入同比增长低单位数指引。2) **利润率:** 下半年折扣加深对毛利率形成影响, 结合上半年毛利率同比提升 1.6pct, 全年毛利率有望同比改善。公司继续推动降本增效, 预计全年 A&P 费用率控制在 10%以内, 直营净关店带动租金和人工费用节约, 同时随管理效率、运营效率提升, 全年净利润率有望维持低双位数水平。

■ **盈利预测与投资评级:** 24Q3 受宏观消费环境转弱影响, 公司流水承压、库存压力增加、折扣加深, 基于 10 月以来销售环比改善趋势, 我们预计 Q4 销售有望环比改善, 库存压力有望缓解。公司成立合资公司发展国际业务, 持股比例 29%, 当前国际业务体量较小、对公司财务影响较小。维持预测 24-26 年归母净利润 31.3/35.6/39.1 亿元, 对应 PE 为 12/11/10X, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 消费环境偏弱, 终端库存风险。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	16.06
一年最低/最高价	12.56/31.65
市净率(倍)	1.60
港股流通市值(百万港元)	41,506.76

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.): 24H1 业绩点评: 利润率及库存小幅承压, 派息率提升》

2024-08-20

《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

表 2：李宁 23Q1-24Q3 经营数据（除标明下滑外，其余默认同比增长）

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
门店数	7,459	7,448	7,664	7,668	7,619	7,677	7740
李宁牌	6,206	6,167	6,294	6,240	6,214	6,239	6281
零售	1,450	1,423	1,487	1,498	1,499	1,496	1,484
批发	4,756	4,744	4,807	4,742	4,715	4,717	4,797
李宁 YOUNG	1,253	1,281	1,370	1,428	1,405	1,438	1459
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	下滑中单位数
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	下滑高单位数
零售	10-20%中段	20-30%低段	20-30%低段	50-60%低段	中单位数	持平	下滑中单位数
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	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	中单位数
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	11.98	12.20	10.74	9.76
					P/B	1.59	1.44	1.32	1.21
					EV/EBITDA	7.86	5.56	4.71	4.17

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10月22日的0.92,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>