

李宁 (02331.HK)

Q3 销售仍较为波动，全年预计公司业绩持平

事件：李宁发布 2024Q3 经营情况公告，成人流水同比下降中单位数，短期由于消费环境波动，公司终端销售有所承压。

李宁成人：客流波动+ASP 降低导致线下流水承压，电商表现优于线下。2024Q3 李宁成人全渠道流水同比下降中单位数，其中线下渠道流水高单位数下滑（直营流水同比下降中单位数，批发渠道流水同比下降高单位数），电商流水增长中单位数。分渠道来看：

- 线下渠道优化持续推进，客流波动叠加 ASP 降低对单店销售造成压力。2024 年以来我们预计公司一方面加速提升高线城市直营门店盈利能力，关闭低效店铺；另一方面针对消费下沉的现象，公司增加低线城市门店拓展力度。2024 年以来直营门店净减少 14 家，批发门店净增 55 家。从单店层面来讲，年初以来国内消费环境整体处于波动中，李宁品牌终端门店客流相对较弱；另外 2024Q3 出于渠道库存管控的需求（我们预计 Q3 末全渠道库销比或在 5 左右，到年底预计恢复到 4-5 之间），我们预计线下渠道或适当加深折扣，综合考虑低价位产品的推出，我们判断 Q3 线下终端 ASP 同比或有下降。
- Q3 电商流水增长中单位数，保持快速增长势头。2024Q3 电商业务流水同比增长中单位数，我们判断电商渠道的快速增长一方面由于电商消费环境同比改善，另一方面公司持续对电商渠道经营效率进行提升，加大新平台拓展力度，优化电商渠道价格秩序，多因素合力促使电商渠道表现优异。

李宁 young：短期销售表现或较为波动，净开店趋势持续。上半年李宁童装流水同比增长中单位数，三季度以来我们判断童装流水或也较为波动。截至 2024 年 Q3 末李宁 young 门店为 1459 家。对比 Q2 末净增加 21 家，较年初净增加 31 家，公司以专业运动童装为核心，加速产品矩阵建立以及渠道结构优化。

成立合资公司运营海外业务，短期以东南亚为拓展重点。李宁公司连同创始人李宁先生、红杉中国成立合资公司以拓展李宁品牌的海外业务，根据公司披露李宁公司、创始人李宁先生、红杉中国的持股比例分别为 29%、26%以及 45%，我们判断合资公司的建立，有助于借助多方力量探索国际业务，从拓展节奏来看，考虑到文化习俗以及地域因素后，我们预计东南亚或是公司海外业务短期的运营重点。

2024 年我们预计公司营收增长 1%，业绩同比持平。短期面对消费环境的波动态势，我们预计公司或主动性的减少发货以控制渠道库存，综合考虑直营门店和电商业务的表现后（我们预计 10 月份以来终端销售环比 Q3 或有改善），我们预计公司全年营收增长 1%，尽管利息收入等非经营性收入预计有所减少，但是受益于全年毛利率的改善以及费用管控的优化，公司全年业绩仍有望同比持平。

盈利预测和投资建议：公司作为国内运动行业龙头之一，考虑到短期销售有所波动，我们调整公司 2024-2026 年业绩预期为 31.90/34.46/37.32 亿元，对应 24 年 PE 为 12 倍，维持“买入”评级。

风险提示：消费环境波动，盈利能力提升速度不达预期，管理层变动带来的运营变化。

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	25,803	27,598	27,894	29,892	32,028
增长率 yoy (%)	14.3	7.0	1.1	7.2	7.1
归母净利润（百万元）	4,064	3,187	3,190	3,446	3,732
增长率 yoy (%)	1.3	-21.6	0.1	8.0	8.3
EPS 最新摊薄（元/股）	1.57	1.23	1.23	1.33	1.44
净资产收益率 (%)	16.7	13.1	11.6	11.1	10.7
P/E（倍）	9.4	11.9	11.9	11.0	10.2
P/B（倍）	1.6	1.6	1.4	1.2	1.1

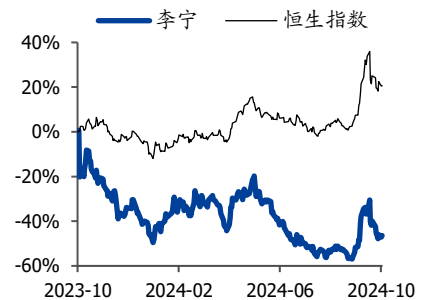
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2024 年 10 月 22 日收盘价，汇率为 1 港元 = 0.92 人民币元

买入（维持）

股票信息

行业	服装家纺
前次评级	买入
10 月 22 日收盘价（港元）	16.06
总市值（百万港元）	41,506.76
总股本（百万股）	2,584.48
其中自由流通股 (%)	100.00
30 日日均成交量（百万股）	45.63

股价走势



作者

分析师 杨莹

执业证书编号：S0680520070003

邮箱：yangying1@gszq.com

分析师 侯子夜

执业证书编号：S0680523080004

邮箱：houziye@gszq.com

分析师 王佳伟

执业证书编号：S0680524060004

邮箱：wangjiawei@gszq.com

相关研究

- 《李宁 (02331.HK)：2024H1 表现符合预期，全年业绩预计持平略增》 2024-08-17
- 《李宁 (02331.HK)：流水平稳，营运健康，符合预期》 2024-04-23
- 《李宁 (02331.HK)：营运改善显著，期待长期健康增长》 2024-03-20

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	12395	13653	9232	10664	13882
现金	7382	5444	2120	2527	6388
应收账款及票据	1020	1206	1330	1659	1253
其他应收款	667	88	111	103	126
衍生金融工具及短投	643	3494	2069	2781	2425
存货	2428	2493	2675	2666	2763
其他流动资产	254	928	928	928	928
非流动资产	21252	20555	25732	27642	28941
权益性投资	1369	1607	1776	1980	2166
固定资产	3235	4124	7307	8256	8971
无形资产	2239	2405	3235	4489	5194
其他非流动资产	14408	12419	13414	12917	12610
资产总计	33647	34208	34964	38305	42824
流动负债	7241	7268	5834	5564	6188
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款及票据	1584	1790	1677	1528	2091
其他流动负债	5656	5479	4158	4036	4097
非流动负债	2074	2533	1534	1699	1861
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2074	2533	1534	1699	1861
负债合计	9315	9801	7368	7264	8050
股本	240	240	240	240	240
股本溢价	11581	10173	10173	10173	10173
留存收益	12508	13994	17184	20630	24362
归属母公司股东权益	24329	24407	27596	31042	34774
少数股东权益	2	0	-0	-0	-0
负债和股东权益	33647	34208	34964	38305	42824

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	3914	4688	4310	4919	9008
净利润	4064	3187	3189	3446	3732
折旧摊销	1429	1680	1987	3296	4581
财务费用	-390	-319	-113	-70	-134
投资损失	0	0	-290	-334	-312
营运资金变动	-1133	45	-338	-1294	1266
其他经营现金流	-56	95	-126	-126	-126
投资活动现金流	-9481	-1585	-6749	-4747	-5443
资本支出	-2118	-581	-5012	-2038	-1257
长期投资	-7596	-3496	-2157	-3500	-4767
其他投资现金流	233	2493	420	792	582
筹资活动现金流	-1887	-4218	-885	235	296
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	-627	-413	0	0	0
股本增加	97	-1	0	0	0
支付股利	-1195	-1220	0	0	0
其他筹资现金流	-162	-2584	-885	235	296
现金净增加额	-7455	-1115	-3324	407	3861

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	25803	27598	27894	29892	32028
营业成本	13319	14246	14212	15221	16286
销售费用	7314	9080	8948	9574	10236
管理费用	1113	1256	1283	1375	1464
财务费用	-390	-319	-113	-70	-134
其他非经营性损益	312	126	126	126	126
投资净收益	201	378	290	334	312
营业利润	4900	3839	3980	4251	4613
其他收入及其他收益	516	417	280	347	370
利润总额	5415	4256	4260	4598	4983
所得税	1351	1069	1070	1153	1251
净利润	4064	3187	3189	3446	3732
少数股东损益	-0	-0	-0	-0	-0
归属母公司净利润	4064	3187	3190	3446	3732
EBITDA	6454	5617	6133	7825	9430
EPS (元)	1.57	1.23	1.23	1.33	1.44

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	14.3	7.0	1.1	7.2	7.1
营业利润(%)	-2.7	-21.6	3.7	6.8	8.5
归属于母公司净利润(%)	1.3	-21.6	0.1	8.0	8.3
获利能力					
毛利率(%)	48.4	48.4	49.1	49.1	49.2
净利率(%)	15.7	11.5	11.4	11.5	11.7
ROE(%)	16.7	13.1	11.6	11.1	10.7
ROIC(%)	14.3	10.9	10.7	10.4	9.9
偿债能力					
资产负债率(%)	33.5	28.7	21.1	19.0	18.8
净负债比率(%)	7.9	17.9	19.0	15.3	4.8
流动比率	1.7	1.9	1.6	1.9	2.2
速动比率	1.4	1.5	1.1	1.4	1.8
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	26.8	24.8	22.0	20.0	22.0
应付账款周转率	8.4	8.4	8.2	9.5	9.0
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.57	1.23	1.23	1.33	1.44
每股经营现金流(最新摊薄)	1.51	1.81	1.67	1.90	3.49
每股净资产(最新摊薄)	9.41	9.44	10.68	12.01	13.45
估值比率					
P/E	9.4	11.9	11.9	11.0	10.2
P/B	1.6	1.6	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	5.1	6.3	6.1	4.8	3.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2024 年 10 月 22 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com