

2024年10月23日

李宁 (2331.HK)

公司动态分析

证券研究报告

运动鞋服

Q3 流水有所下降，引入红杉拓展海外市场

事件：李宁公布 2024Q3 经营情况，全平台零售流水同比中单位数下降，其中线下同比录得高单位数下降，电商同比录得中单位数增长。综合考虑，我们预测 2024/2025/2026 年 EPS 为 1.17/1.29/1.43 元，给予 2024 年 18 倍 PE，目标价 22.8 港元，维持“买入”评级。

报告摘要

消费疲软影响流水，生活及跑步品类表现亮眼 24Q4 李宁（不包括李宁 YOUNG）全平台零售流水同比中单位数下滑，主要是因为消费环境疲软，客流较为波动以及 ASP 中单位数下降。分渠道来看，线下渠道（包括直营及批发）同比录得高单位数下降，其中直营同比中单位数下降，批发同比高单位数下降，直营表现好于批发主要受益于奥莱门店的拉动，但直营正价门店和批发门店同店表现接近；电商同比录得中单位数增长。国庆黄金周线下流水转正至单位数增长，电商同比增长 30-40%，预计 Q4 在低基数影响下流水将环比改善。生活类产品中，Soft 系列表现持续亮眼，截至 Q3 累计销量约 200 万双，24H1 销量破百万；跑步品类 Q3 流水实现高双位数增长。户外品类中，公司推出“万龙甲 BREATH”系列冲锋衣和“行”家族户外鞋产品，通过专业户外和轻型户外两大产品支线来满足消费者都市通勤及自然探索的多元化场景需求。

库存健康可控，预计 Q4 折扣承压 在渠道库存周转方面，24Q3 公司线下渠道库存周转为 5 左右，同比略有提高但仍在可控范围内，6 个月新品占比约 80%，库龄结构保持良好。折扣方面，公司线下渠道折扣低单位数加深，电商渠道零售折扣低单位数改善，预计 Q4 受到传统电商购物节的影响折扣承压，但全年折扣预计同比改善。

引入红杉成立 JV，拓展海外市场 为了将现有的核心资源和管理团队的精力聚焦于国内专业体育赛道，并借助外部机构布局海外业务，公司近日宣布与红杉中国成立 JV，开拓海外市场（公司投资 5800 万港元持股 29%，连同李宁本人共计持股 55%，拥有合资公司控制权，红杉中国注资 9000 万元取 45% 股权）。若 4 年后 JV 收入低于预期（全年收入 10 亿美元），李宁公司有权收回 25% 股权，加大对 JV 的控制，李宁公司也有权在 8 年后收回合资公司全部股权。

投资建议：公司 Q3 流水受到消费疲软影响有所下滑，但国庆流水已开始好转，同时公司也维持了此前预期。随着库存水平回归健康，我们相信公司的增长将回归稳健的水平。综合考虑，我们预测 2024/2025/2026 年 EPS 为 1.17/1.29/1.43 元，给予 2024 年 18 倍 PE，目标价 22.8 港元，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行影响消费；业内竞争加剧；渠道改革不及预期。

人民币百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	25,803	27,598	28,276	30,504	32,600
增长率 (%)	14.3%	7.0%	2.5%	7.9%	6.9%
归母净利润 (扣非)	4,064	3,187	3,039	3,337	3,687
增长率 (%)	1.3%	-21.6%	-4.7%	9.8%	10.5%
毛利率 (%)	48.4%	48.4%	48.8%	48.9%	49.1%
归母净利率 (%)	15.7%	11.5%	10.7%	10.9%	11.3%
每股收益 (元)	1.55	1.23	1.17	1.29	1.43
每股净资产 (元)	9.30	9.44	10.30	11.24	12.21
市盈率	9.05	11.41	11.97	10.90	9.86
市净率	1.51	1.49	1.36	1.25	1.15
股息收益率 (%)	3.29	3.93	2.50	2.74	3.03

数据来源：公司资料，安信国际预测

投资评级：**买入**

目标价格：**22.8 港元**

现价 (2024-10-23)：**15.28 港元**

总市值 (百万港元)	39,490.86
流通市值 (百万港元)	39,490.86
总股本 (百万股)	2,584.48
流通股本 (百万股)	2,584.48
12 个月低/高 (港元)	12.6/24.6
平均成交 (百万港元)	583.61

股东结构

非凡中国	10.57%
富达国际	5.98%
贝莱德	5.08%
GIC Private Limited	5.03%
先锋领航	3.58%
其他股东	69.76%
总共	100.00%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-8.32	-11.09	-68.82
绝对收益	5.38	8.83	-47.92

数据来源：WIND、港交所、公司

杨怡然 消费行业分析师

+852-2213 1401

laurayang@eif.com.hk

附表：财务报表预测

利润表 (人民币百万元)					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入	25,803	27,598	28,276	30,504	32,600
销售成本	-13,319	-14,246	-14,477	-15,588	-16,610
毛利	12,485	13,352	13,799	14,916	15,990
销售费用	-7,314	-9,080	-9,105	-9,792	-10,432
管理费用	-1,113	-1,256	-1,329	-1,403	-1,467
经营溢利	4,862	3,539	3,784	4,099	4,487
财务开支	327	319	68	139	207
税前盈利	5,415	4,116	4,106	4,510	4,983
所得税	-1,351	-1,069	-1,068	-1,172	-1,296
税后净利润	4,064	3,047	3,039	3,337	3,687
扣非归母净利润	4,064	3,187	3,039	3,337	3,687
EPS(元)	1.55	1.23	1.17	1.29	1.43
同比增长率					
收入(%)	14.31%	6.96%	2.45%	7.88%	6.87%
归母净利润(%)	1.32%	-21.58%	-4.66%	9.82%	10.49%

资产负债表 (人民币百万元)					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	7,382	5,444	7,723	9,289	12,091
应收账款	1,020	1,206	964	1,376	1,124
存货	2,428	2,493	2,266	2,858	2,602
其他流动资产	1,564	4,510	4,666	4,827	4,994
流动资产总额	12,395	13,653	15,619	18,351	20,812
固定资产	3,393	4,279	4,897	5,373	5,726
无形资产	217	221	210	199	189
其他非流动资产	17,641	16,055	15,563	15,185	14,913
非流动资产总额	21,252	20,555	20,670	20,758	20,828
总资产	33,647	34,208	36,289	39,109	41,640
应付账款	1,584	1,790	1,661	2,054	1,905
应付即期税项	1,037	915	934	952	971
其他流动负债	4,619	4,563	4,468	4,384	4,312
流动负债总额	7,241	7,268	7,062	7,391	7,188
应付特许使用权	16	9	8	8	8
递延税项负债	519	627	596	566	538
其他长期负债	1,539	1,897	1,985	2,077	2,174
非流动负债总额	2,074	2,533	2,589	2,651	2,720
总负债	9,315	9,801	9,651	10,042	9,908
股东权益	24,332	24,407	26,637	29,067	31,732

(转下页)

现金流量表 (人民币百万元)					
	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	3,914	-4,249	4,119	3,743	5,104
投资活动现金流	-9,481	554	-1,075	-702	-691
融资活动现金流	-1,887	1,664	-804	-1,515	-1,651
现金变化	-7,455	-2,031	2,239	1,526	2,762
期初持有现金	14,745	7,382	5,444	7,723	9,289
汇率变动	93	93	40	40	40
期末持有现金	7,382	5,444	7,723	9,289	12,091

财务数据					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力					
毛利率	48.4%	48.4%	48.8%	48.9%	49.1%
归母净利率	15.7%	11.0%	10.7%	10.9%	11.3%
ROE	17.9%	12.5%	11.9%	12.0%	12.1%
营运表现					
行销费用/收入(%)	32.7%	37.5%	36.9%	36.7%	36.5%
实际税率(%)	25.0%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%
股息支付率(%)	30.0%	47.1%	30.0%	30.0%	30.0%
库存周转天数	58	63	60	60	60
应付账款天数	14	15	14	14	14
应收账款天数	44	43	44	44	44
杠杆比率					
资本负债率	27.7%	28.7%	26.6%	25.7%	23.8%
总资产/股本	1.4	1.4	1.4	1.3	1.3
利息覆盖倍数	40.3	19.5	23.3	25.6	28.5

资料来源: 公司公告, 安信国际预测

客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接、间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1) 持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2) 进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3) 与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4) 又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5) 可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送到日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

安信国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010