



# 李宁 (02331.HK)

买入 (维持评级)

港股公司点评  
证券研究报告

## 维持全年指引，Q4 有望迎来拐点

### 事件

李宁 10.22 发布 3Q24 经营数据，全平台零售流水下滑中单位数，其中线下渠道流水下滑高单位数（直营同比下滑中单位数，批发同比下滑高单位数），电商流水同比增长中单位数，符合预期。

同日李宁发布成立合资公司公告，其全资子公司 LN Co 与 Founder Co、红杉中国成立合资公司，合计注资 2 亿港元，持股比例分别为 29%、26%、45%，创始人李宁先生与李宁公司合计对 JV 持股达 55%，拟借助国际机构等多方资源探索国际业务发展。

### 经营分析

**三季度流水仍承压，存货维持健康。**由于客流整体偏弱，公司积极主动调整折扣，并加大高性价比款、快反产品的投放，以减轻渠道存货压力。3Q24 折扣同比加深低单位数、ASP 下降中单位数，销售量同比微降低单位数。期末库销比 5 左右，略微高于去年同期，其中直营略高于批发，且库龄 80% 以上是 6 个月内新品，保持健康，环比有提升主要系冬装、双十一备货加大所致。

**展望 Q4 及全年：指引维持。**公司国庆期间表现显著好转，线上流水增长 30%~40%，线下流水回正至个位数增长。预计在旺季催化、客流改善、低基数效应下，Q4 流水增速有望环比提升。展望全年，公司仍维持收入同比增长低单位数、利润率低双位数指引。受益于公司积极降本增效、提升运营效率，尽管 Q4 折扣预计仍承压，但公司全年毛利率有望同比改善 1pct 左右。

**成立 JV 开拓海外市场，多重资源助力打开想象空间。**考虑到公司及创始人合计对 JV 持股 55%、公司单独持股 29%，既保证了对 JV 的控制权，又适当隔离经营风险，且可借助红杉等国际机构的海外经营资源、经验。因此合资公司的建立有助于公司在保证原有管理层精力、公司资源继续聚焦国内专业体育赛道的同时，增加开拓海外市场、打造其他增长曲线的机会。

### 盈利预测、估值与评级

公司品牌、产品力持续提升带动业绩稳健向上，且持续修炼内功，加强产品、零售运营效率，我们坚定看好消费复苏升级大趋势下公司确定性增长，随动销改善、经营指标持续向好，后续盈利指引恢复可期。我们预计 24~26 年公司净利润分别为 31.88/35.43/40.79 亿元，当前股价对应 PE 为 11/10/9 倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

折扣加深毛利率改善不及预期、行业竞争加剧。

国金证券研究所

分析师：杨欣 (执业 S1130522080010)

yangxin1@gjzq.com.cn

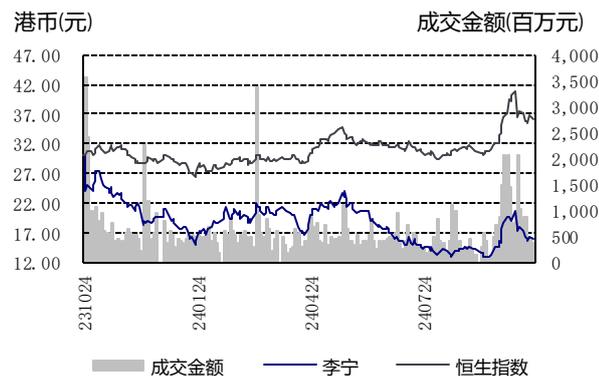
分析师：赵中平 (执业 S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

市价 (港币)：16.060 元

### 相关报告：

1. 《李宁港股公司点评：业绩符合预期，库存回归健康》，2024.3.21



### 主要财务指标

项目	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	25,803	27,598	28,704	31,531	34,842
营业收入增长率	14.31%	6.96%	4.01%	9.85%	10.50%
归母净利润(百万元)	4,064	3,187	3,188	3,543	4,079
归母净利润增长率	1.32%	-21.58%	0.02%	11.15%	15.14%
摊薄每股收益(元)	1.57	1.23	1.23	1.37	1.58
每股经营性现金流净额	1.49	1.79	1.18	1.39	1.62
ROE(归属母公司)(摊薄)	16.70%	13.06%	12.20%	11.95%	12.10%
P/E	39.09	15.38	11.24	10.11	8.78
P/B	6.65	2.04	1.37	1.21	1.06

来源：公司年报、国金证券研究所


**附录：三张报表预测摘要**
**损益表(人民币 百万)**

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>主营业务收入</b>	<b>22,572</b>	<b>25,803</b>	<b>27,598</b>	<b>28,704</b>	<b>31,531</b>	<b>34,842</b>
增长率	56.1%	14.3%	7.0%	4.0%	9.9%	10.5%
主营业务成本	10,603	13,319	14,246	14,582	16,018	17,421
%销售收入	47.0%	51.6%	51.6%	50.8%	50.8%	50.0%
毛利	11,969	12,485	13,352	14,122	15,513	17,421
%销售收入	53.0%	48.4%	48.4%	49.2%	49.2%	50.0%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	6,138	7,314	9,080	8,956	9,396	10,453
%销售收入	27.2%	28.3%	32.9%	31.2%	29.8%	30.0%
管理费用	1,111	1,113	1,256	1,181	1,356	1,533
%销售收入	4.9%	4.3%	4.6%	4.1%	4.3%	4.4%
研发费用	414	534	618	287	631	697
%销售收入	1.8%	2.1%	2.2%	1.0%	2.0%	2.0%
息税前利润 (EBIT)	5,172	5,025	3,862	4,087	4,521	5,131
%销售收入	22.9%	19.5%	14.0%	14.2%	14.3%	14.7%
财务费用	-156	-390	-395	-163	-203	-308
%销售收入	-0.7%	-1.5%	-1.4%	-0.6%	-0.6%	-0.9%
投资收益	159	201	378	245	246	248
%税前利润	3.0%	3.7%	8.9%	5.8%	5.2%	4.6%
营业利润	4,768	4,206	3,037	3,698	4,131	4,739
营业利润率	21.1%	16.3%	11.0%	12.9%	13.1%	13.6%
营业外收支						
税前利润	5,328	5,415	4,256	4,250	4,724	5,439
利润率	23.6%	21.0%	15.4%	14.8%	15.0%	15.6%
所得税	1,317	1,351	1,069	1,063	1,181	1,360
所得税率	24.7%	25.0%	25.1%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	4,011	4,064	3,187	3,188	3,543	4,079
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>4,011</b>	<b>4,064</b>	<b>3,187</b>	<b>3,188</b>	<b>3,543</b>	<b>4,079</b>
净利率	17.8%	15.7%	11.5%	11.1%	11.2%	11.7%

**现金流量表(人民币 百万)**

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	4,011	4,064	3,187	3,188	3,543	4,079
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	550	-446	-340	-389	-390	-392
非经营收益						
营运资金变动	826	-1,133	-31	176	353	413
<b>经营活动现金净流</b>	<b>6,525</b>	<b>3,914</b>	<b>4,688</b>	<b>3,061</b>	<b>3,597</b>	<b>4,197</b>
资本开支	-1,803	-2,118	-2,015	-470	-445	-345
投资	-3,543	-7,596	-391	-25	-10	-10
其他	-1,192	233	-42	222	390	392
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-6,539</b>	<b>-9,481</b>	<b>-2,449</b>	<b>-273</b>	<b>-65</b>	<b>37</b>
股权募资	8,612	97	7	0	0	0
债权募资	-501	-627	-872	0	0	0
其他	-515	-1,357	-3,352	-1,455	0	0
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>7,596</b>	<b>-1,887</b>	<b>-4,217</b>	<b>-1,455</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>现金净流量</b>	<b>7,588</b>	<b>-7,363</b>	<b>-1,938</b>	<b>1,318</b>	<b>3,518</b>	<b>4,219</b>

**资产负债表(人民币 百万)**

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	14,745	7,382	5,444	6,762	10,280	14,500
应收款项	1,979	1,688	2,001	1,462	1,612	1,703
存货	1,773	2,428	2,493	2,511	2,670	2,904
其他流动资产	175	897	3,715	4,068	4,124	4,191
流动资产	18,672	12,395	13,653	14,804	18,686	23,297
%总资产	61.7%	36.8%	39.9%	41.5%	46.8%	52.0%
长期投资	1,267	1,369	1,607	1,632	1,642	1,652
固定资产	1,626	3,235	4,124	4,423	4,720	4,913
%总资产	5.4%	9.6%	12.1%	12.4%	11.8%	11.0%
无形资产	1,520	2,239	2,405	2,490	2,545	2,600
非流动资产	11,603	21,252	20,555	20,845	21,208	21,465
%总资产	38.3%	63.2%	60.1%	58.5%	53.2%	48.0%
<b>资产总计</b>	<b>30,275</b>	<b>33,647</b>	<b>34,208</b>	<b>35,648</b>	<b>39,893</b>	<b>44,762</b>
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	1,599	1,584	1,790	1,823	2,002	2,178
其他流动负债	6,105	5,656	5,479	5,454	5,991	6,620
流动负债	7,704	7,241	7,268	7,277	7,993	8,798
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	1,467	2,074	2,533	2,247	2,247	2,247
负债	9,171	9,315	9,801	9,524	10,240	11,045
<b>普通股股东权益</b>	<b>21,102</b>	<b>24,329</b>	<b>24,407</b>	<b>26,125</b>	<b>29,653</b>	<b>33,718</b>
其中：股本	239	240	240	240	240	240
未分配利润	20,886	24,121	24,201	25,919	29,447	33,512
少数股东权益	3	2	0	0	0	0
<b>负债股东权益合计</b>	<b>30,275</b>	<b>33,647</b>	<b>34,208</b>	<b>35,648</b>	<b>39,893</b>	<b>44,762</b>

**比率分析**

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>每股指标</b>						
每股收益	1.60	1.55	1.23	1.23	1.37	1.58
每股净资产	8.06	9.24	9.30	10.11	11.47	13.05
每股经营现金净流	2.49	1.49	1.79	1.18	1.39	1.62
每股股利	0.46	0.46	0.55	0.38	0.00	0.00
<b>回报率</b>						
净资产收益率	19.01%	16.70%	13.06%	12.20%	11.95%	12.10%
总资产收益率	13.25%	12.08%	9.32%	8.94%	8.88%	9.11%
投入资本收益率	18.45%	15.50%	11.85%	11.73%	11.43%	11.41%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	56.13%	14.31%	6.96%	4.01%	9.85%	10.50%
EBIT 增长率	139.33%	-2.84%	-23.16%	5.84%	10.62%	13.48%
净利润增长率	136.14%	1.32%	-21.58%	0.02%	11.15%	15.14%
总资产增长率	107.45%	11.14%	1.67%	4.21%	11.91%	12.20%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	12.5	13.4	14.5	15.1	14.3	13.7
存货周转天数	52.9	56.8	62.2	61.8	58.2	57.6
应付账款周转天数	48.0	43.0	42.6	44.6	43.0	43.2
固定资产周转天数	21.5	33.9	48.0	53.6	52.2	49.8
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-62.92%	-21.82%	-11.93%	-17.28%	-27.09%	-36.34%
EBIT 利息保障倍数	77.1	48.0	23.8	—	—	—
资产负债率	30.29%	27.68%	28.65%	26.72%	25.67%	24.67%

来源：公司年报、国金证券研究所



**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



**特别声明：**

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



**【小程序】**  
国金证券研究服务



**【公众号】**  
国金证券研究