

Q3 流水环比走弱，成立合资公司探索国际业务

核心观点

24Q3 李宁牌流水下滑中单位数，直营、经销、线上分别同比下滑中单位数、下降高单位数、中单位数增长，直营优于批发主要系直营渠道中奥莱表现较好，线上增长良好主要得益于客流回转线上以及公司加强电商专供品。由于三季度的消费力疲软、流水趋势变弱，24Q3 全渠道库销比接近 5 个月、略高于去年同期水平，24Q3 线下折扣率同比有所加深低个位数、线上折扣率同比改善低单位数。展望后续，1) 公司维持收入指引同增低单位数，净利率为 10%-20%低段，国庆期间各渠道流水环比有所改善，线下流水同比增长个位数、电商增长 30%-40%；2) 运营端，全年库存规划库销比在 4-5 之间。

事件

公司发布 2024 年三季度经营情况：24Q3 流水情况，李宁牌（不含李宁 YOUNG）整体流水中单位数下降，线下渠道（包括零售及批发）录得高单位数下降，其中零售渠道中单位数下降、批发渠道高单位数下降、电商业务录得中单位数增长。

简评

24Q3 流水下滑中单位数、环比 Q2 继续走弱，线上由于线下、线下直营优于批发。24Q3 李宁牌流水下滑中单位数，较 Q2 的低单位数下滑降幅继续加深，主要受宏观消费环境转弱影响。分渠道：1) 线下高单位数下滑，其中直营（中单位数下滑）优于批发（高单位数下滑），主要系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接近）。2) 24Q3 线上中单位数增长，线上增长良好主要得益于客流回转线上以及公司加强专业产品投放以及电商专供品。

Q3 库存压力有所加大，线下折扣率小幅加深、线上有所改善。折扣方面，出于渠道库存管控的需求，24Q3 线下折扣率同比有所加深低个位数，线上折扣率同比改善低单位数。由于三季度的消费力疲软、流水趋势变弱，截止到 9 月底，全渠道库销比接近 5 个月、略高于去年同期水平，库龄结构中 80%以上是 6 个月以内的新品。

李宁 (2331.HK)

维持

买入

叶乐

yele@csc.com.cn

18521081258

SAC 编号:S1440519030001

SFC 编号:BOT812

黄杨璐

huangyanglu@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100001

发布日期：2024 年 10 月 24 日

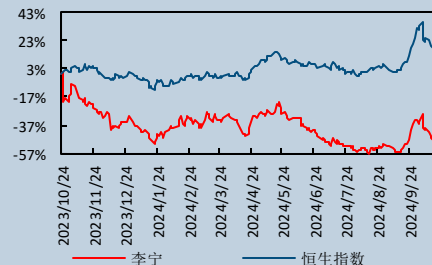
当前股价：16.06 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
10.76/-1.51	6.64/-11.05	-47.43/-66.80
12 月最高/最低价 (港元)		30.20/12.92
总股本 (万股)		258,448.05
流通 H 股 (万股)		258,448.05
总市值 (亿港元)		380.44
流通市值 (亿港元)		415.07
近 3 月日均成交量 (万)		3478.16
主要股东		
非凡中国发展有限公司		10.53%

股价表现



相关研究报告

24.08.19	【中信建投轻工纺服及教育】李宁 (2331):24H1 营收符合预期，加大下沉市场投入力度
24.04.24	【中信建投轻工纺服及教育】李宁 (2331):Q1 流水平稳，折扣率有所改善，关注新品销售情况

成立合资公司探索国际业务。公司全资子公司 LN Co 与创始人李宁先生、红杉中国成立合资公司，合计注资 2 亿港元，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%、45%，合资公司旨在聚焦国内市场发展的同时，借助外部的专业机构及经验资源，推进国际市场的开拓，预计东南亚或是公司海外业务短期的重点。

24Q4 展望：1) 整体规划：公司维持收入指引同增低单位数，净利率为 10%-20%低段，其中国庆期间各渠道流水环比有所改善，线下流水同比增长个位数、电商增长 30%-40%；2) 运营端，公司将继续推进窜货现象管控及库存清理任务，全年库存规划库销比在 4-5 之间；3) 渠道端，公司将进一步提升目前高线市场现有门店盈利能力，在低线城市主要拓展新的产品以实现份额提升。

盈利预测：基于公司线下客流复苏较为低迷，下调盈利预测，预计 2024-2026 年公司营业收入为 278.6、293.1、310.2 亿元，同比增长 1.0%、5.2%、5.8%；归母净利润 31.76、34.42、37.03 亿元，同比-0.4%、+8.4%、+7.6%；对应最新估值 P/E 为 11.9x、11.0x、10.2x，维持“买入”评级。

风险提示：

零售折扣率加深，影响品牌利润率：后续如果通过增加零售折扣率处理库存，将对品牌的利润率水平造成一定影响。

经销商涂码串货风险：串货可能导致产品在不同地区的价格不一致，破坏制造商设定的价格体系，影响正常的市场秩序，使消费者对品牌的信任度下降。

流水复苏进展及幅度不及预期：预计随着出行、消费的逐步复苏，公司各品牌的流水表现也将直接受益，如果公司各品牌的流水复苏进展或幅度不及预期，将影响公司的营运表现。

门店开拓进展不及预期：新店开拓是公司线下渠道收入增长的重要驱动因素之一，如果公司门店开拓进展不及预期，将直接影响公司收入表现。

图 1: 李宁分季度流水情况

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
	单季度流水增长情况										
全渠道	20%-30% 高段增长	高单位数 下降	10%-20% 中段增长	10%-20% 低段下降	中单位数 增长	10%-20% 中段增长	中单位数 增长	20%-30% 低段增长	低单位数 增长	低单位数 下降	中单位数 下降
线下	20%-30% 中段增长	高单位数 下降	10%-20% 中段增长	10%-20% 高段下降	高单位数 增长	10%-20% 高段增长	高单位数 增长	20%-30% 高段增长	低单位数 下降	中单位数 下降	高单位数 下降
零售	30%-40% 中段增长	高单位数 下降	20%-30% 低段增长	10%-20% 中段下降	10%-20% 中段增长	20%-30% 高段增长	20%-30% 低段增长	50%-60% 低段增长	中单位数 增长	持平	中单位数 下降
批发	20%-30% 低段增长	高单位数 下降	10%-20% 中段增长	20%-30% 低段下降	中单位数 增长	10%-20% 中段增长	低单位数 增长	10%-20% 高段增长	中单位数 下降	高单位数 下降	高单位数 下降
电商	30%-40% 中段增长	中单位数 增长	20%-30% 中段增长	中单位数 增长	10%-20% 低段下降	10%-20% 低段增长	低单位数 下降	中单位数 增长	20%-30% 低段增长	高单位数 增长	中单位数 增长

数据来源：公司公告、中信建投

资产负债表（百万元）

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	12,395	13,653	16,523	18,747	22,066
现金	7,383	5,445	8,359	10,161	12,976
应收票据及应收账款合计	1,020	1,206	1,144	1,204	1,274
其他应收款	0	0	5	5	5
预付账款	88	178	119	125	133
存货	2,428	2,493	2,523	2,651	2,810
其他流动资产	1,475	4,332	4,373	4,600	4,869
非流动资产	21,252	20,555	21,484	21,178	20,716
长期投资	1,369	1,607	1,957	2,307	2,657
固定资产	3,235	4,124	4,321	4,783	4,589
无形资产	2,291	2,464	2,053	1,642	1,232
其他非流动资产	14,357	12,361	13,153	12,446	12,239
资产总计	33,647	34,208	38,007	39,926	42,782
流动负债	7,241	7,268	9,062	8,806	9,323
短期借款	0	0	685	0	0
应付票据及应付账款合计	1,584	1,790	1,900	1,997	2,116
其他流动负债	5,656	5,479	6,477	6,809	7,207
非流动负债	2,074	2,533	2,533	2,533	2,533
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2,074	2,533	2,533	2,533	2,533
负债合计	9,315	9,801	11,594	11,339	11,856
少数股东权益	2	0	0	0	0
股本	240	240	240	240	240
资本公积	24,089	24,167	24,167	24,167	24,167
留存收益	0	0	2,006	4,181	6,520
归属母公司股东权益	24,329	24,407	26,413	28,587	30,926
负债和股东权益	33,647	34,208	38,007	39,926	42,782

现金流量表（百万元）

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	3,914	4,688	4,924	4,223	4,573
净利润	4,064	3,187	3,176	3,442	3,703
折旧摊销	1,429	1,872	1,421	1,656	1,812
财务费用	-327	-319	-158	-217	-289
其他经营现金流	-1,252	-52	486	-659	-654
投资活动现金流	-9,481	-2,449	-1,684	-684	-684
资本支出	1,577	1,568	2,000	1,000	1,000
其他投资现金流	-11,058	-4,018	-3,684	-1,684	-1,684
筹资活动现金流	-1,887	-4,217	-327	-1,736	-1,075
短期借款	-	-	685	-685	-
长期借款	-	-	-	-	-
其他筹资现金流	-1,887	-4,217	-1,012	-1,051	-1,075
现金净增加额	-7,455	-1,978	2,914	1,803	2,814

利润表（百万元）

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	25,803	27,598	27,862	29,309	31,018
营业成本	13,319	14,246	14,415	15,150	16,054
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	7,314	9,080	8,916	9,261	9,740
管理费用	1,113	1,256	1,337	1,407	1,458
研发费用	0	0	0	0	0
其他收入	829	543	540	540	540
营业利润	4,887	3,559	3,733	4,030	4,306
财务费用	-327	-319	-158	-217	-289
投资净收益	201	378	350	350	350
利润总额	5,415	4,256	4,241	4,597	4,945
所得税	1,351	1,069	1,065	1,155	1,242
净利润	4,064	3,187	3,176	3,442	3,703
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	4,064	3,187	3,176	3,442	3,703
EBITDA	6,517	5,809	5,504	6,036	6,469
EPS（元）	1.57	1.23	1.23	1.33	1.43

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	1.0	5.2	5.8
归属于母公司净利润(%)	1.3	-21.6	-0.4	8.4	7.6
获利能力					
毛利率(%)	48.4	48.4	48.3	48.3	48.2
净利率(%)	15.7	11.5	11.4	11.7	11.9
OP Margin(%)	18.9	12.9	13.4	13.8	13.9
ROE(%)	16.7	13.1	12.0	12.0	12.0
偿债能力					
资产负债率(%)	27.7	28.7	30.5	28.4	27.7
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	25.3	22.9	24.3	24.3	24.3
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	1.57	1.23	1.23	1.33	1.43
每股净资产(最新摊薄)	9.41	9.44	10.22	11.06	11.97
估值比率					
P/E	9.3	11.9	11.9	11.0	10.2
P/B	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2

数据来源：wind，中信建投

分析师介绍

叶乐

中信建投证券轻工纺服&教育行业首席分析师，毕业于复旦大学金融硕士专业，2016年加入中信建投证券研究发展部，2017年“新财富”中小市值最佳分析师第3名团队成员，2020年“新财富”海外最佳分析师第5名团队成员，2023年“新浪金麒麟”菁英分析师纺服第4、家居第5。目前专注于纺服、轻工、黄金珠宝、教育人力、医美个护等消费服务产业研究。

黄杨璐

中信建投证券轻工纺服&教育行业分析师，同济大学金融学硕士，专注于家居、黄金珠宝、教育人力、医美个护、运动服饰等消费服务产业研究，6年证券从业经验。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街16号院1号楼18层
电话:(8610) 56135088
联系人:李祉瑶
邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
电话:(8621) 6882-1600
联系人:翁起帆
邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
电话:(86755) 8252-1369
联系人:曹莹
邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
中环交易广场2期18楼
电话:(852) 3465-5600
联系人:刘泓麟
邮箱:charleneliu@csci.hk