

## 买入

## 终端“减量增质”，Q3 继续回暖

李宁 (2331.HK)

2020-10-21 星期三

## 投资要点

目标价：**48.89 港元**  
 现价：40.70 港元  
 预计升幅：20.1%

## 重要数据

日期	2020-10-21
收盘价 (港元)	40.70
总股本 (百万股)	2,488
总市值 (百万港元)	99,500
净资产 (百万港元)	7,124
总资产 (百万港元)	12,547
52 周高低 (港元)	40.85/14.7
每股净资产 (港元)	3.07

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

## 主要股东

FMR LLC	(6.00%)
Schroders Plc	(5.87%)
BlackRock, Inc	(5.02%)

## 相关报告

李宁 (2331.HK) - 首发报告-  
 20200630

## 研究部

研究员: 高翔

SFC CE No. BMV271

电话: 0755-21519155

Email: gaoxiang@gyzq.com.hk

➤ 公司 Q3 业绩继续回暖，线上主导增长：

公司 Q3 整个平台录得中单位数增长。按季度来看，呈现逐季度复苏的态势 (Q1 高双位数下滑，Q2 中单位数下滑)。按渠道来看，线下零售渠道及批发渠道均录得低单位数下降，线上 Q3 流水 40%-50% 低段增长，仍是增长的动力。十一黄金周 (10.1-10.8) 线下流水同比约 20% 的高段增长。

➤ 电商同店销售保持高增速：

公司 Q3 全平台同店增长录得低单位数增长。按渠道划分，线下零售和批发渠道录得中单位数下降，电商则录得 30-40% 的高段增长。

➤ 销售终端“减量增质”：

截至 9 月 30 日，李宁终端数量 6052 个，本年迄今减少 397 个 (零售 30 个，批发 367 个)；李宁 YOUNG 终端数量 1052 个，本年迄今减少 49 个。对比 6 月 30 日，Q3 店铺数略有增加，李宁增长 79 家 (Q2 为 5973 家)，李宁 YOUNG 增长 42 家 (Q2 为 1010 家)。可以看出，在全年终端减少的背景下 (新增店铺不计入同比)，线下流水保持低单下降，基本维稳，可见单店运营已取得了一定成效，店铺盈利质量提高。

➤ 同业比较—李宁特步持平，高于安踏大货，FILA 高于行业：

同业比较，特步 Q3 亦录得中单位数增长，与李宁持平。安踏集团中，安踏大货录得低单位数；FILA 则录得 20% 的增长，高于行业水平。

➤ 维持“买入”评级，目标价 48.89 港元：

我们继续看好公司成长，预计 2020/2021/2022 年 EPS 分别为 0.75/0.92/1.16 元，给予 2021 年 48 倍 PE，维持“买入”评级。

百万人民币	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业额	10510.90	13869.63	15018.17	17774.04	21746.26
同比增 (%)	18.45%	31.95%	8.28%	18.35%	22.35%
毛利率	48.07%	49.07%	48.58%	49.58%	50.58%
归母净利润	715.26	1499.14	1804.18	2218.72	2811.54
同比增 (%)	38.84%	109.59%	20.35%	22.98%	26.72%
归母净利润率	6.80%	10.81%	12.01%	12.48%	12.93%
每股盈利	0.30	0.62	0.75	0.92	1.16
PE@40.7HKD	123.62	59.14	49.14	39.96	31.53

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

## 報告正文

### 公司 Q3 业绩继续回暖，线上主导增长

公司 Q3 整个平台录得中单位数增长。按季度来看，呈现逐季度复苏的态势（Q1 高双位数下滑，Q2 中单位数下滑）。按渠道来看，线下零售渠道及批发渠道均录得低单位数下降，线上 Q3 流水 40%-50% 低段增长，仍是增长的动力。

### 黄金周销售较好

十一黄金周（10.1-10.8）线下流水，对标去年同期，同比录得约 20% 的高段流水增长。

### 售罄率回暖，库存为旺季备货有所提升

截至三季度，渠道库存同比去年有低双位数增长，主要为黄金周和双十一等旺季备货，属于合理操作。

售罄率方面，截至九月底，三个月售罄率基本追平去年，六个月售罄率也仅剩低单位数的缺口。可以看出在终端销售在不断好转。

### 电商同店销售保持高增速

公司 Q3 全平台同店增长录得低单位数增长。按渠道划分，线下零售和批发渠道录得中单位数下降，电商则录得 30-40% 的高段增长。

### 销售终端“减量增质”

截至 9 月 30 日，李宁终端数量 6052 个，本年迄今减少 397 个（零售 30 个，批发 367 个）；李宁 YOUNG 终端数量 1052 个，本年迄今减少 49 个。对比 6 月 30 日，Q3 店铺数略有增加，李宁增长 79 家（Q2 为 5973 家），李宁 YOUNG 增长 42 家（Q2 为 1010 家）。

可以看出，在全年终端减少的背景下（新增店铺不计入同比），线下流水保持低单下降，基本维稳，可见单店运营已取得了成效，店铺盈利质量有所提高。

### 同业比较—李宁特步持平，高于安踏大货，FILA 高于行业

同业比较，特步 Q3 亦录得中单位数增长，与李宁持平。安踏集团中，安踏大货录得低单位数；FILA 则录得 20% 的增长，高于行业水平。

表 1: 公司店铺数走势

	2016	2017	2018	2019	2020Q1	2020Q2	2020Q3
门店数 (李宁牌, 国际除外)	6440	6435	7137	7550	7251	6983	7104
*李宁	6440	6262	6344	6449	6225	5973	6052
经销	4829	4721	4838	5157	4959	4734	4790
增减	211	-108	117	319	-198	-225	56
直营	1611	1541	1506	1292	1266	1239	1262
增减	96	-70	-35	-214	-26	-27	23
*李宁 YOUNG		173	793	1101	1026	1010	1052

资料来源: 李宁公告、国元证券经纪(香港)整理

**维持买入评级, 目标价 48.89 港元:**

公司近年来完成了品牌升级和突破, 本季度来看, 线下流水维稳, 线上继续增长, 终端盈利能力提高, 我们继续看好公司成长, 预计 2020/2021/2022 年 EPS 分别为 0.75/0.92/1.16 元, 给予 2021 年 48 倍 PE, 维持“买入”评级。

**财务报表摘要**  
**资产负债表**

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	6386.25	8539.32	10452.14	12814.29	15904.03
现金	3671.54	5961.44	7660.02	9963.29	12992.63
应收账款	928.89	686.61	755.27	762.82	770.45
其他应收款	37.34	39.48	39.87	40.27	40.68
存货	1239.74	1407.26	1547.99	1594.43	1642.26
其他	508.74	444.53	448.99	453.48	458.01
<b>非流动资产</b>	2341.05	4008.16	4089.69	4174.21	4261.76
固定资产-物业, 厂房及设	830.09	1038.59	1090.52	1145.05	1202.30
其他应收款-非流动	102.92	114.71	115.86	117.02	118.19
权益法核算的投资	728.50	1056.87	1067.44	1078.11	1088.89
无形资产	233.92	193.26	195.19	197.14	199.12
其他	445.62	1604.73	1620.69	1636.89	1653.26
<b>资产总计</b>	<b>8727.30</b>	<b>12547.48</b>	<b>14541.83</b>	<b>16988.50</b>	<b>20165.78</b>
<b>流动负债</b>	2777.47	4716.62	4950.38	4999.89	5049.89
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	1133.31	1348.21	1415.62	1429.78	1444.07
应付负债及其他应付款项	1383.12	2173.66	2282.34	2305.17	2328.22
应交税费	134.34	530.63	557.16	562.73	568.36
其他	126.70	664.12	695.26	702.21	709.23
<b>非流动负债</b>	130.24	706.66	713.73	720.86	728.07
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
递延税项负债-非流动	34.73	45.00	45.45	45.90	46.36
其他	95.51	661.66	668.28	674.96	681.71
<b>负债合计</b>	<b>2907.71</b>	<b>5423.28</b>	<b>5664.11</b>	<b>5720.75</b>	<b>5777.96</b>
股本	204.44	214.30	214.30	214.30	214.30
储备	5781.41	7184.00	8937.53	11327.56	14447.63
少数股东权益	2.55	2.55	2.55	2.55	2.55
归属于母公司所有者权益	5817.04	7121.64	8875.17	11265.20	14385.27
<b>负债及权益合计</b>	<b>8727.30</b>	<b>12547.47</b>	<b>14541.83</b>	<b>16988.50</b>	<b>20165.78</b>

**利润表**

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	10510.90	13869.63	15018.17	17774.04	21746.26
营业成本	(5458.12)	(7064.17)	(7722.84)	(8962.26)	(10747.73)
毛利	5052.78	6805.46	7295.33	8811.78	10998.54
销售费用	(3708.45)	(4445.07)	(4655.63)	(5509.95)	(6741.34)
管理费用	(679.87)	(968.26)	(841.02)	(995.35)	(1217.79)
<b>营业利润</b>	<b>777.18</b>	<b>1543.21</b>	<b>1957.31</b>	<b>2473.05</b>	<b>3214.30</b>
财务收入/(费用)净额	9.51	(30.13)	(32.14)	(40.69)	(54.10)
应占共同控制实体损益	63.63	343.47	309.12	315.31	321.61
<b>利润总额</b>	<b>850.32</b>	<b>1856.55</b>	<b>2234.30</b>	<b>2747.66</b>	<b>3481.81</b>
所得税	(135.06)	(357.40)	(430.12)	(528.95)	(670.28)
净利润	715.26	1499.14	1804.18	2218.72	2811.54
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>715.26</b>	<b>1499.14</b>	<b>1804.18</b>	<b>2218.72</b>	<b>2811.54</b>
<b>EPS (元)</b>	0.30	0.62	0.75	0.92	1.16

**现金流量表**

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	1671.87	3503.47	2926.44	3538.53	4279.66
除税前溢利	850.32	1856.55	2234.30	2747.66	3481.81
折旧摊销	363.04	419.88	424.08	428.32	432.60
利息收入	(18.79)	19.72	19.92	20.12	20.32
无形资产摊销	48.38	36.39	36.75	37.12	37.49
营运资金变动	675.15	1436.32	72.09	164.61	165.33
其他	(246.23)	(265.39)	139.31	140.70	142.11
<b>投资活动现金流</b>	(482.94)	(573.34)	(579.06)	(584.85)	(590.70)
资本支出	(610.60)	(685.80)	(692.66)	(699.58)	(706.58)
其他投资	127.66	112.46	113.59	114.73	115.88
<b>筹资活动现金流</b>	(65.64)	(648.62)	(655.11)	(661.66)	(668.27)
借款变动	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股利分配	0.00	(214.69)	(216.84)	(219.01)	(221.20)
其他	(65.64)	(433.93)	(438.27)	(442.65)	(447.08)
<b>现金净增加额</b>	1123.29	2281.50	1692.27	2292.02	3020.69
<b>现金期初金额</b>	2529.22	3671.54	5961.44	7660.02	9963.29
<b>现金期末金额</b>	3671.54	5961.44	7660.02	9963.29	12992.63

**主要财务比率**

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>年成长率</b>					
营业收入	18.45%	31.95%	8.28%	18.35%	22.35%
营业利润	74.38%	98.57%	26.83%	26.35%	29.97%
归母净利润	38.84%	109.59%	20.35%	22.98%	26.72%
<b>获利能力</b>					
毛利率	48.07%	49.07%	48.58%	49.58%	50.58%
净利率	6.80%	10.81%	12.01%	12.48%	12.93%
归母净利率	6.80%	10.81%	12.01%	12.48%	12.93%
ROE	12.29%	21.04%	20.32%	19.69%	19.54%
ROIC	12.53%	21.87%	21.04%	20.36%	20.18%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	33.32%	43.22%	38.95%	33.67%	28.65%
负债权益比	49.96%	76.12%	63.80%	50.77%	40.16%
流动比率	229.93%	181.05%	211.14%	256.29%	314.94%
速动比率	185.29%	151.21%	179.87%	224.40%	282.42%
<b>营运能力</b>					
资产周转率	1.31	1.30	1.11	1.13	1.17
应收帐款周转率	10.17	17.17	20.83	23.42	28.37
应付帐款周转率	4.79	5.69	5.59	6.30	7.48
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.30	0.62	0.75	0.92	1.16
每股经营现金	0.69	1.45	1.21	1.46	1.77
每股净资产	2.41	2.94	3.67	4.66	5.94
每股股利	0.10	0.17	0.15	0.18	0.23
<b>估值比率</b>					
PE	123.62	59.14	49.14	39.96	31.53
PB	15.19	12.44	9.99	7.87	6.16

# 投资评级定义和免责条款

## 投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

## 免责声明

### 一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

### 分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。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。

国元国际控股有限公司  
香港中环康乐广场 8 号交易广场三期 17 楼  
电话：(852) 37696888  
传真：(852) 37696999  
服务热线：400-888-1313  
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>