

# 李宁 (02331.HK)

## Q1 流水符合预期，电商表现佳

**事件：4月17日公司公告2020年Q1经营情况，整体流水下滑高双位数。**根据公告，受疫情影响，公司Q1整体实现流水10%-20%高段下滑，2020Q4订货会延迟至4月中下旬举行，经营情况符合市场预期。

**线下流水下滑幅度为20%-30%低段，加盟好于直营。**2020Q1线下流水下滑幅度为20%-30%低段，其中直营/加盟渠道分别为30%-40%中段/10%-20%高段下滑。直营和加盟渠道流水差别主要在于公司直营渠道多布局于一二线城市购物中心，疫情期间受影响的营业时间相对较长。截止3月底，李宁主品牌整体门店净减少224个至6225家，其中加盟净减198家，直营渠道净减少26个。

**疫情影响下，线上渠道表现较好。**公司电商业务在疫情期间明显好于线下，流水增速为10%-20%低段，在2019年高基数基础上持续增长。主要得益于公司加强与消费者线上互动，疫情期间加强线下流量向线上引导的销售工作。我们判断2020全年，李宁电商能够维持较为高速的增长。

**展望2020年，流水有望稳健增长。**随2020年新冠疫情影响下，我们预计公司H1流水能够实现持平或略有下滑，其中电商业务发展较快。库存方面，同时考虑2019Q4公司已做过一部分存货处理，当下渠道库存压力较为可控，预计库存绝对金额相较于去年同期增长较少。下半年随着公司新品的推出及零售管理的加强，流水有望恢复双位数增长，全年依然有望实现正增长。

**我们判断的公司全年净利率能够提升至10%以上。**我们预计1)毛利率：公司存在一定的库存处理的需要，但是2019年底库存清理到位，我们预计今年毛利率水平相对平稳；2)公司费用层面我们预计45%左右为可变费用，在疫情影响下公司会加大对费用预算的控制进而实现经营利润率相较2019年（剔除一次性收益后）略有提升。

**投资建议。**基于李宁的品牌积淀和消费者对其认可度，尽管疫情会给公司带来短期冲击，我们长期看好集团销售端的改善和盈利能力的提升。我们预计2020-2022年归母净利润为15.3/19.7/22.9亿元，增速2.3%/28.4%/16.2%，现市值597亿港元，对应2020/21年PE为34/26倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**终端销售受疫情影响时间过长不达预期；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	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	10,511	13,870	14,992	17,683	20,344
增长率 yoy (%)	18.4	32.0	8.1	17.9	15.1
归母净利润(百万元)	715	1,499	1,533	1,968	2,286
增长率 yoy (%)	38.8	109.6	2.3	28.4	16.2
EPS最新摊薄(元/股)	0.31	0.64	0.66	0.84	0.98
净资产收益率(%)	12.3	21.0	17.7	18.5	17.7
P/E(倍)	72.2	34.5	33.7	26.3	22.6
P/B(倍)	8.9	7.3	6.0	4.9	4.0

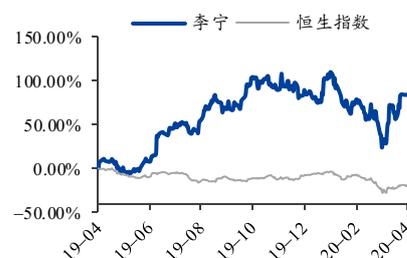
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

### 买入 (维持)

#### 股票信息

行业	纺织服装
前次评级	买入
最新收盘价	24.25
总市值(百万元)	23,912.00
总股本(百万股)	986.06
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	179

#### 股价走势



#### 作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com

研究助理 杨莹

邮箱：yangying1@gszq.com

#### 相关研究

- 《李宁(02331.HK)：业绩超预期，经营质量提升》2020-03-28
- 《李宁(02331.HK)：Q3流水增长靓丽，全年业绩弹性高》2019-10-22
- 《李宁(02331.HK)：2019年H1实现业绩大幅增长》2019-08-14



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	6386	8539	8502	9840	12367
现金	3672	5961	4306	6263	7191
应收票据及应收账款	929	687	1656	1107	2072
其他应收款	37	39	444	126	530
预付账款	0	0	0	0	0
存货	1240	1407	1651	1899	2129
其他流动资产	509	445	445	445	445
<b>非流动资产</b>	2341	4008	4494	5390	6032
长期投资	728	1176	1420	1765	2075
固定资产	830	1039	934	771	552
无形资产	234	1175	1615	2289	2836
其他非流动资产	549	619	525	564	570
<b>资产总计</b>	8727	12547	12996	15230	18399
<b>流动负债</b>	2777	4717	4114	4354	5206
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1133	1348	2050	1895	2626
其他流动负债	1644	3368	2064	2458	2580
<b>非流动负债</b>	130	707	234	260	290
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	130	707	234	260	290
<b>负债合计</b>	2908	5423	4348	4614	5497
少数股东权益	204	214	204	204	204
股本	3249	3548	3548	3548	3548
资本公积	2363	3360	4893	6862	9148
留存收益	5817	7122	8655	10624	12910
归属母公司股东权益	3	3	3	3	3
<b>负债和股东权益</b>	8727	12547	13006	15240	18409

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动净现金流</b>	1672	1122	-587	3107	1842
净利润	715	1499	1533	1968	2286
折旧摊销	411	230	331	396	460
财务费用	-57	-54	-103	-106	-135
投资损失	0	0	0	0	-15
营运资金变动	451	-607	-2220	858	-745
其他经营现金流	151	54	-130	-10	-10
<b>投资活动净现金流</b>	-472	327	-687	-1282	-1078
资本支出	-475	-319	-808	-486	-297
长期投资	73	263	-575	-742	-769
其他投资现金流	-70	383	696	-54	-11
<b>筹资活动净现金流</b>	-66	6	-381	132	164
短期借款	0	0	102	106	134
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	51	0	-10	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-117	6	-472	26	30
<b>现金净增加额</b>	1134	1455	-1655	1957	928

**利润表 (百万元)**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	10511	13870	14992	17683	20344
营业成本	5458	7064	7646	8877	10172
其他经营费用	0	0	0	0	0
销售费用	3708	4445	4723	5482	6307
管理费用	680	968	1019	1114	1221
财务费用	-57	-54	-103	-106	-135
利息收入	62	103	103	106	135
其他非经营性损益	23	6	130	10	10
投资净收益	64	343	0	0	15
<b>营业利润</b>	825	1806	1837	2326	2804
其他收益及亏损	26	50	80	150	90
营业外支出	0	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	850	1857	1917	2476	2894
所得税	135	357	383	508	608
<b>净利润</b>	715	1499	1533	1968	2286
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	715	1499	1533	1968	2286
EBITDA	1204	2033	2146	2767	3220
EPS (元)	0.31	0.64	0.66	0.84	0.98

**主要财务比率**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	18.4	32.0	8.1	17.9	15.1
营业利润(%)	61.7	119.0	1.7	26.6	20.6
归属于母公司净利润(%)	38.8	109.6	2.3	28.4	16.2
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	48.1	49.1	49.0	49.8	50.0
净利率(%)	6.8	10.8	10.2	11.1	11.2
ROE(%)	12.3	21.0	17.7	18.5	17.7
ROIC(%)	11.2	18.6	16.3	17.3	16.5
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	33.5	43.2	33.5	30.3	29.9
净负债比率(%)	-13.1	-7.6	0.5	-15.5	-13.1
流动比率	2.3	1.8	2.1	2.3	2.4
速动比率	1.9	1.5	1.7	1.8	2.0
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.3	1.3	1.2	1.3	1.2
应收账款周转率	10.2	17.2	12.8	12.8	12.8
应付账款周转率	4.8	5.7	4.5	4.5	4.5
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.31	0.64	0.66	0.84	0.98
每股经营现金流(最新摊薄)	0.72	0.48	-0.25	1.33	0.79
每股净资产(最新摊薄)	2.50	3.06	3.71	4.56	5.54
<b>估值比率</b>					
P/E	72.2	34.5	33.7	26.3	22.6
P/B	8.9	7.3	6.0	4.9	4.0
EV/EBITDA	40.0	22.8	22.2	16.5	13.9

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

图表：李宁集团流水、同店表现及门店数量（%，个）

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1
订货会（提前3Q）	10%-20%中段	10%-20%高段	10%-20%低段	10%-20%中段	延期
整体同店	10%-20%中段	10%-20%中段	10%-20%高段	20%-30%低段	/
零售	高单位数	10%-20%低段	10%-20%低段	10%-20%高段	/
批发	10%-20%低段	10%-20%低段	10%-20%低段	10%-20%中段	/
电商	30%-40%高段	30%-40%中段	50%-60%中段	40%-50%低段	/
整体流水	20%-30%低段	20%-30%低段	30%-40%低段	30%-40%中段	10%-20%高段下滑
线下	10%-20%高段	20%-30%低段	20%-30%高段	30%-40%中段	20%-30%低段下滑
——零售	10%-20%低段	高单位数	10%-20%中段	10%-20%高段	30%-40%中段下滑
——批发	20%-30%低段	20%-30%中段	30%-40%中段	40%-50%低段	10%-20%高段下滑
电商	40%-50%低段	20%-30%高段	50%-60%低段	40%-50%低段	10%-20%低段增长
门店数量	<b>7,125</b>	<b>7,294</b>	<b>7,490</b>	<b>7,550</b>	<b>7251</b>
李宁	6,310	6,422	6,564	6,449	6225
李宁 YOUNG	815	872	926	1,101	1026

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

### 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：北京市西城区平安里西大街26号楼3层  
 邮编：100032  
 传真：010-57671718  
 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：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层  
 邮编：200120  
 电话：021-38934111  
 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