

证券研究报告—动态报告/海外公司快评

港股

(HS) 纺织及服饰

李宁 (02331)

重大事件快评

2020年10月21日

Q3 流水增长出色，看好品牌驱动盈利增长

证券分析师： 丁诗洁 0755-81981391

dingshijie@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520040004

事项：

2020年10月20日，公司公告2020年Q3运营情况，整个平台同店销售按年取得低单位数增长；零售渠道及批发渠道均取得中单位数下降，电商业务按年增长为30%-40%高段。整个平台零售流水按年取得中单位数增长；线下渠道(包括零售及批发)取得低单位数下降，其中零售渠道取得持平及批发渠道取得低单位数下降；电商业务取得40%-50%低段增长。截至2020年9月30日，于中国，李宁销售点数量(不包括李宁YOUNG)共计6052个，本年迄今净减少397个。在净减少的397个销售点中，零售业务净减少30个，及批发业务净减少367个。截至2020年9月30日，于中国，李宁YOUNG销售点数量共计1052个，本年迄今净减少49个。

国信观点：1) Q3如期复苏，电商增长超预期；2) Q4有望加速增长，全年保持良好盈利水平；3) 风险提示：宏观经济与消费需求疲弱，疫情反复或持续时间长于预期；行业竞争激烈，公司库存与折扣控制不及预期；4) 投资建议：公司疫情影响下出色的流水恢复凸显品牌竞争力，健康的库存基数有助于顺利度过危机，中期盈利恢复动力强劲。我们维持盈利预测，预计公司20-22年净利润同增6.1%/33.7%/29.4%，扣非后同增25.6%/33.7%/29.4%，EPS分别为0.66/0.88/1.14元，对应PE分为55.7x/41.7x/32.2x。考虑到公司前三季度的良好表现，未来盈利能力改善确定性增强，我们上调公司合理估值，对应2022年PE 35x-36x，合理估值45.7-47.0港元(此前为36.1-37.1港元)，维持“买入”评级。

评论：

■ Q3如期复苏，电商增长超预期

- 流水情况：**全平台中单位数增长，其中线下低单位数下降，线上40%-50%低段增长。线下直营持平，线下批发低单位数下降(线下符合预期，线上超预期)。
- 同店情况：**全平台低单位数增长，其中线下直营和线下批发均中单位数下降，线上30%-40%高段增长(线下符合预期，线上超预期)。
- 折扣库存：**预计因清库存需要，Q3折扣同比加深幅度环比持平，而Q4有望环比收窄。预计Q3售罄率进一步改善，库销比因备货需要仍然较高，而年底库存状况有望比年中好转(符合预期)。
- 店铺情况(整体符合预期)：**
 - 李宁大货+中国李宁共6052家，比去年底净关店397家，环比二季度净开店79家，其中预计中国李宁净开店约30家；
 - 李宁直营店1261家，比去年底净减少30家，环比二季度净开店23家；
 - 李宁批发店4790家，比去年底净减少367家，环比二季度环比净开店56家；
 - 李宁YOUNG1052家，比去年底净减少49家，环比二季度净开店42家。

表 1: 李宁季度运营表现

分类	项目	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3
同店	整个平台同店	中双	中双	高双	20-30 低段	-	中单位数下降	低单位数增长
	直营同店	高单	低双	低双	高双	-	高双位数下降	中单位数下降
	批发同店	低双	低双	低双	中双	-	低双位数下降	中单位数下降
	电商同店	30%-40%高段	30%-40%中段	50%-60%高段	40%-50%低段	-	20%-30%中段	30%-40%高段增长
流水	整个平台流水	20%-30%低段	20%-30%低段	30%-40%低段	30%-40%中段	负 10%-20%高段	中单位数下降	中单位数增长
	线下渠道流水	高双	20%-30%低段	20%-30%高段	30%-40%中段	负 20%-30%低段	低双位数下降	低单位数下降
	直营流水	低双	高单	中双	高双	负 30%-40%低段	低双位数下降	持平
	批发流水	20%-30%低段	20%-30%中段	30%-40%中段	40%-50%低段	负 10%-20%高段	高单位数下降	低单位数下降
	电商流水	40%-50%低段	20%-30%高段	50%-60%低段	40%-50%低段	10%-20%低段	20%-30%高段	40%-50%低段增长
门店	李宁 (不含 YOUNG)	6,310	6,422	6,564	6,449	6,225	5,973	6,052
	零售	1,400	1,378	1,342	1,291	1,265	1,238	1,261
	批发	4,909	5,043	5,221	5,157	4,959	4,734	4,790
	YOUNG	815	872	926	1,101	1,026	1,010	1,052

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

李宁携手天猫超级品牌日, 发布敦煌主题的秋冬新品, 创下单日销售过亿的记录。8月25日, 中国运动品牌李宁在成立三十周年之际, 与天猫超级品牌日一起远赴敦煌魔鬼城开启了一场“李宁三十而立·丝路探行主题派对”。在活动预告之际, 联合华晨宇号召各位“心中有火”的年轻人一起探秘丝绸之路, 促使活动“未播先火”。活动中, 李宁天猫超级品牌日还邀请了众多偶像明星、体育新星、实力歌手莅临秀场, 助力活动热度。派对中, 李宁召集了众多有影响力的中国“潮人”齐聚敦煌雅丹魔鬼城, 大量以敦煌为主题的新款秋冬产品惊喜亮相。8月29日, 李宁以敦煌为主题的新款秋冬产品在李宁天猫超级品牌日正式上线。活动当天便引爆了全民消费浪潮, 单日销售直接破亿, 李宁由此成为首个在天猫超级品牌日单日销售过亿的中国服饰品牌。新品活动的良好反响促使 Q3 电商流水超预期, 也彰显了强大品牌力。

图 1: 华晨宇与敦煌主题秋冬新品


资料来源: 搜狐新闻, 国信证券经济研究所整理

图 2: 敦煌系列品牌日活动“丝路派对”


资料来源: 搜狐新闻, 国信证券经济研究所整理

■ Q4 有望加速增长, 全年保持良好盈利水平

黄金周线下流水增长接近 30%, “冷冬”、“双十一” 多重因素有望催化 Q4 强劲表现。“十一”黄金周适逢国庆节、中秋节叠加, 消费需求加快释放, 市场人气持续攀升, 李宁实现线下接近 30% 的流水增长, 行业内其他龙头品牌也实现整体 40% 左右的流水增长。另外, 今年冬季或为冷冬, 有望进一步促进冬装销售。根据 10 月 5 日中国气象局表示, 预计今年冬天会形成拉尼娜事件, 我们发现今年 9 月下旬至 10 月上旬全国多地气温同比去年同期有明显下降。预计 Q4 公司销售将进一步加速, 同时全平台库存情况相比中期将显著好转, 对于全年收入 0%-5% 的增长, 以及 10.5% 以上的净利率目标将大概率如期兑现。

■ 风险提示

1. 宏观经济与消费需求疲弱, 疫情反复或持续时间长于预期; 2. 行业竞争激烈, 公司库存与折扣控制不及预期。

■ 投资建议：疫情下零售表现出色，维持“买入”评级

公司疫情影响下出色的流水恢复凸显品牌竞争力，健康的库存基数有助于顺利度过危机，中期盈利恢复动力强劲。我们维持盈利预测，预计公司 20-22 年净利润同增 6.1%/33.7%/29.4%，扣非后同增 25.6%/33.7%/29.4%，EPS 分别为 0.66/0.88/1.14 元，对应 PE 分别为 55.7x/41.7x/32.2x。考虑到公司前三季度的良好表现，未来盈利能力改善确定性增强，我们上调公司合理估值，对应 2022 年 PE 35x-36x，合理估值 45.7-47.0 港元（此前为 36.1-37.1 港元），维持“买入”评级。

表 2：盈利预测及市场重要数据

盈利预测及市场重要数据	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	13,870	14,552	17,482	20,444
(+/-%)	32.0%	4.9%	20.1%	16.9%
净利润(百万元)	1,499	1,591	2,126	2,751
(+/-%)	109.6%	6.1%	33.7%	29.4%
每股收益(元)	0.62	0.66	0.88	1.14
毛利率	49.1%	49.9%	50.7%	50.6%
经营利润率	10.1%	13.7%	16.1%	17.4%
净利率	10.8%	10.9%	12.2%	13.5%
净资产收益率 (ROE)	21.1%	19.3%	21.9%	24.8%
市盈率 (PE)	59.1	55.7	41.7	32.2
EV/EBITDA	42.6	50.3	36.6	29.6
市净率 (PB)	12.4	10.8	9.1	8.0

资料来源:公司资料，国信证券经济研究所整理预测

相关研究报告

- 《李宁-02331.HK-财报点评：业绩超预期，品牌升级与效率提升共振》——2020-08-14
 《李宁-02331.HK-重大事件快评：Q1 流水恢复符合预期，表现优于行业》——2020-10-21
 《李宁-02331.HK-财报点评：业绩超预期，疫情不改盈利潜力》——2020-03-31
 《李宁-02331.HK-财报点评：业绩超预期，疫情不改盈利潜力》——2020-03-31

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

负责编写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：

1. 本报告所述所有观点准确反映了本人对上述美股、港股市场及其证券的个人见解。
2. 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观的出具本报告，并保证报告所采用的数据均来自公开、合规渠道。
3. 本人不曾因、不因、也将不会因本报告中的内容或观点而直接或间接地收到任何形式的补偿。

风险提示

国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告版权归我公司所有，仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告仅适用于在中华人民共和国境内（不包括港澳台地区）的中华人民共和国内地居民或机构。在此范围之外的接收人（如有），无论是否曾经或现在为我公司客户，均不得以任何形式接受或者使用本报告。否则，接收人应自行承担由此产生的相关义务或者责任；如果因此给我公司造成任何损害的，接收人应当予以赔偿。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，我公司力求但不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，可随时更新但不保证及时公开发布。本公司其他分析人员或专业人士可能因为不同的假设和标准，采用不同的分析方法口头或书面的发表与本报告意见或建议不一致的观点。

我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险。我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行

为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032