

# 李宁 (02331)

证券研究报告

2019年10月21日

## 19年第三季度业绩再超市场预期, 电商渠道增速加快

**事件:** 李宁公布 2019 年第三季度经营情况及订货会情况。19Q3 李宁整体流水实现 30%-40%低段增长, 业绩略超我们此前预期 (我们此前预期 30% 增长)。订货会来看, 2020 年第二季度订货会 (李宁品牌产品, 不包括中国李宁和李宁 YOUNG) 实现 10%-20%低段增长, 实现持续稳健增长。

**拆分来看,** 19Q3 李宁线下渠道实现 20%-30%高段增长, 增长稳健。其中, 零售渠道实现 10%-20%中段增长; 批发渠道实现 30%-40%中段增长。线上电商渠道实现 50%-60%低段增长, 增速加快, 略超预期。李宁批发渠道流水增速高于零售渠道的原因主要系: 公司近年一直进行线下的渠道调整, 在渠道内门店恢复增长后, 公司将部分直营门店 (主要是更适合经销商管理的地区的门店) 转给加盟商经营所致。

**从门店数量来看:** 截至 19Q3 李宁 (不包含李宁 YOUNG) 门店共计 6564 个, 相比年初净开 220 个, 其中单三季度净开 142 家。截至 19Q3 零售门店共 1343 家, 相比年初净关店 163 家, 主要系公司出于管理角度, 将部分直营门店转移至加盟门店。19Q3 批发业务门店共 5221 家, 相比年初净开 383 家。

另外, 李宁 YOUNG 目前门店数量共 926 个, 相比年初净开 133 家, 19Q3 单季度净开 54 家, 预计 19 年全年门店数量有望实现 1100-1200 家左右。

**从同店情况来看:** 19Q3 公司全平台同店增速实现 10%-20%高段增长; 其中零售渠道、批发渠道同店增速均为 10%-20%低段增长; 线上电商同店增长实现 50%-60%中段增长。公司同店增速保持持续快速增长。

**李宁作为我们团队长期持续推荐的标的, 19 年第三季度经营情况再超市场预期, 其中电商渠道增速加快, 整体业绩始终保持快速增长, 净利率提升逻辑持续兑现, 是具备长期增长逻辑的龙头公司, 继续坚定推荐。**

我们仍然维持此前观点和逻辑, 随着公司新品占比提升及折扣的提升下, 我们预计公司未来两年毛利率每年提升 1pct; 另外在公司严控费用开支及管理效率提升的背景下, 我们预计公司未来扣非净利率水平将会得到进一步提升。公司童装业务李宁 YOUNG 近年得到快速发展, 未来有望成为公司新的业绩增长点; 另外运动时尚品类市场反响热烈, 有望形成中国李宁大品类, 带动李宁业绩的进一步提升。我们维持原有盈利预测, 预计公司 19-21 年归母净利润分别为 12.79/16.84/23.59 亿元, 同比增长 78.9%/32.0%/40.1%; 预计 2019-2021 年公司 EPS 为 0.55/0.73/1.02 元, 维持买入评级。

**风险提示:** 终端消费疲软、渠道拓展不及预期、童装及运动时尚品类拓展不及预期。

### 投资评级

行业 非必需性消费/纺织及服饰

6 个月评级 买入 (维持评级)

当前价格 26.7 港元

目标价格 港元

### 基本数据

港股总股本(百万股)	2,313.96
港股总市值(百万港元)	61,782.76
每股净资产(港元)	2.67
资产负债率(%)	40.61
一年内最高/最低(港元)	27.65/6.62

### 作者

吕明 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110518040001  
lvming@tfzq.com

### 股价走势



资料来源: 贝格数据

### 相关报告

- 1 《李宁-公司点评:19H1 业绩大超预期, 净利率提升显著》 2019-08-15
- 2 《李宁-公司点评:19 年上半年经营净利润大增 90%, 超市场预期, 继续坚定推荐》 2019-06-25
- 3 《李宁-公司点评:19Q1 业绩逆市高增长, 看好公司业绩持续复苏》 2019-04-18



### 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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券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、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com