

李宁 (02331.HK)

2024 年经营质量优异，关注公司长期增长能力

公司 2024 年营收增长 3.9%，归母净利润下降 5.5%，整体表现符合预期。1) 收入：2024 年公司营收同比增长 3.9%至 286.76 亿元，其中批发/直营/电商分别+3%/持平/+10%。2) 毛利率：2024 年公司毛利率同比提升 1pcts 至 49.4%，我们判断期内电商业务经营效率优化、DTC 业务占比提升带动毛利率改善。3) 费用率：2024 公司 SG&A 费用率同比降低 0.4pcts 至 37.1%，其中广告及宣传开支占收入比重提升 0.4pcts 至 9.5%，2024 年作为体育赛事大年，李宁加强销售费用投放。4) 其他收入及支出：2024 年其他收入为 1.54 亿元，2023 年同期为 5.2 亿元，其他收入大幅减少主要系公司针对投资性房地产计提减值 3.33 亿所致。5) 归母净利润：2024 年归母净利润同比下降 5.5%至 30.13 亿元，整体表现符合此前预期。

派息比例同比提升，注重股东回报。公司派发末期股息为 20.73 分人民币/股，连同中期股息全年合计派发股息 58.48 分/股，派息比例为 50%，同比提升 5pcts。

李宁成人装：2024 年公司加大渠道优化力度，品类层面跑步业务表现亮眼。1) 渠道端：2024Q4 加大直营低效店关闭力度，同时借助经销商提升新兴市场渗透力度。

①线下：2024 年高线城市门店聚焦盈利能力提升，新兴市场门店拓展。截止 2024 年末李宁成人装直营/批发门店数量较年初分别-201/+78 至 1297/4820 家，其中直营门店净关店力度较大，我们判断或系 2024Q4 公司加快对低效店铺的关停整改，以提升直营渠道的利润率表现；于此同时面对消费下沉的现象，公司借助经销商力量拓展新兴市场门店，抓住生意机会，谋求份额提升。展望 2025 年，考虑到消费环境的不确定性我们预计 2025 年直营业务或仍将处于调整阶段，但关店力度对比 2024 年或减弱，同时批发业务拓店持续。

②电商：2024 年电商快速增长，同时经营效率提升。2024 年电商直营业务流水同比增长 10%-20%低段，电商渠道的快速增长一方面由于 2024 年电商消费环境同比改善，另一方面公司持续对电商渠道经营效率进行优化改善，电商渠道无论是客流情况，还是折扣水平同比都有向好表现，2024 年电商业务客流提升高单位数，转化率改善，同时折扣改善低单位数。

2) 产品端：立足专业运动定位，围绕消费者需求，提升产品竞争力。2024 全年李宁成人流水同比持平，其中跑步/健身/篮球/运动生活流水同比+25%/+6%/-21%/-6%，2024 年以跑步、健身为代表的专业运动品类流水仍呈现较快速增长态势，年内超轻、赤兔、飞电三大核心系列销售突破 1060 万双（2023 年为突破 900 万双，同比增长 18%），目前专业运动品类流水占比已经超过 60%。2025 年公司在产品层面继续依托专业科技平台，赋能产品力提升，跑鞋在超轻+赤兔+飞电三大核心跑鞋系列的基础上，继续适当拓宽品类宽度，满足多样化消费群体需求；同时拓展户外、网球等细分品类，继续丰富李宁品类矩阵，为公司长期增长积蓄动能。

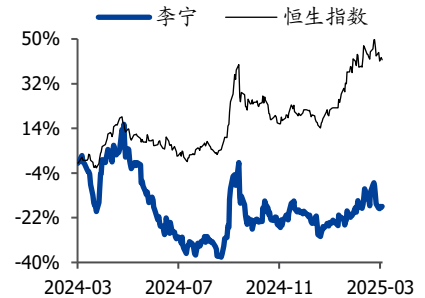
童装业务：短期经营表现稳健。2024 年李宁童装流水同比增长低单位数，门店数量同比净开 40 家至 1468 家，公司持续优化童装产品结构，

买入（维持）

股票信息

行业	服装家纺
前次评级	买入
03 月 28 日收盘价（港元）	17.16
总市值（百万港元）	44,355.13
总股本（百万股）	2,584.80
其中自由流通股（%）	100.00
30 日日均成交量（百万股）	35.50

股价走势



作者

分析师 杨莹

执业证书编号：S0680520070003

邮箱：yangying1@gszq.com

分析师 侯子夜

执业证书编号：S0680523080004

邮箱：houziye@gszq.com

分析师 王佳伟

执业证书编号：S0680524060004

邮箱：wangjiawei@gszq.com

相关研究

- 1、《李宁 (02331.HK)：Q3 销售仍较为波动，全年预计公司业绩持平》 2024-10-23
- 2、《李宁 (02331.HK)：2024H1 表现符合预期，全年业绩预计持平略增》 2024-08-17
- 3、《李宁 (02331.HK)：流水平稳，营运健康，符合预期》 2024-04-23

同时强化品牌推广，推动童装业务稳健增长。

现金回流优异，库存质量健康，聚焦业务稳健增长。1) 现金流：2024 年公司经营现金净流入 52.68 亿元，同比增长 12.4%，面对不利的消费环境，公司同渠道伙伴通力合作，确保经营活动稳健进行。2) 渠道库存：2024 年末渠道库销比在 4 个月，现有渠道存货中 6 个月及以下新品占比 85%，整体保持稳定，渠道库存质量处于健康状态，波动环境下公司将库存健康度作为运营重点，同经销商/分销商合作推动业务稳健增长。

我们预计公司 2025 年营收同比持平左右，归母净利润下降 17.5%。2025 年以来公司终端流水整体或保持较为稳健的增长态势，2025 年全年来看考虑到消费环境仍处于波动复苏阶段，公司或将以稳健经营为核心业务理念，同时综合考虑 2025 年对国际业务的出表，我们预计公司 2025 年收入持平左右。利润率方面，2025 年公司签约中国奥委会，短期内营销费用支出或有所增加，综合来看我们预计公司 2025 年归母净利润下降 17.5%。

短期投入旨在为长期增长蓄力，持续看好李宁公司长期增长能力。我们认为公司对于品牌营销活动的投入，其背后或反映出李宁公司对于国内运动鞋服市场增长性的认可，面对消费环境的波动复苏，公司并不盲目追求短期的规模扩张，而是着眼长远，聚焦产品研发以及品牌影响力提升，为长期的可持续增长积蓄动能。

盈利预测和投资建议：综合考虑短期消费环境的不确定性以及公司长期经营效率的不断提升，我们预计公司 2025~2027 年业绩为 24.86/26.66/28.81 亿元，对应 2025 年 PE 为 16 倍，维持“买入”评级。

风险提示：消费环境波动，盈利能力提升速度不达预期，门店优化不及预期等。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	27,598	28,676	28,919	30,808	32,611
增长率 yoy（%）	7.0	3.9	0.8	6.5	5.9
归母净利润（百万元）	3,187	3,013	2,486	2,666	2,881
增长率 yoy（%）	-21.6	-5.5	-17.5	7.2	8.1
EPS 最新摊薄（元/股）	1.23	1.17	0.96	1.03	1.11
净资产收益率（%）	13.1	11.5	9.1	9.3	9.6
P/E（倍）	12.8	13.6	16.4	15.3	14.2
P/B（倍）	1.7	1.6	1.5	1.4	1.4

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 3 月 28 日收盘价，汇率为 1 港元=0.92 人民币元

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	13653	20528	18688	20980	18992
现金	5444	7499	7379	8798	6950
应收账款及票据	1206	1005	1061	1140	1109
其他应收款	795	245	752	311	814
衍生金融工具及短投	3494	8264	5879	7072	6475
存货	2493	2598	2700	2743	2727
其他流动资产	221	917	917	917	917
非流动资产	20555	15180	18391	16999	21513
权益性投资	1607	1744	1881	2019	2156
固定资产	4124	4610	5072	4984	5211
无形资产	2405	1811	1721	1630	1540
其他非流动资产	12419	7014	9717	8366	12606
资产总计	34208	35708	37078	37979	40505
流动负债	7268	7586	7935	7321	8305
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款及票据	1790	1625	1928	1337	2309
其他流动负债	5479	5961	6007	5984	5995
非流动负债	2533	2019	1796	1978	2080
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2533	2019	1796	1978	2080
负债合计	9801	9605	9731	9299	10384
股本	240	236	236	236	236
股本溢价	10173	9011	9011	9011	9011
留存收益	13994	16856	18100	19433	20874
归属母公司股东权益	24407	26104	27347	28680	30121
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	34208	35708	37078	37979	40505

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	4688	5268	5826	2978	6430
净利润	3187	3013	2486	2666	2881
折旧摊销	1872	1771	1629	2178	2864
财务费用	-395	-175	-223	-243	-236
投资损失	0	0	-317	-287	-302
营运资金变动	-31	481	2070	-1487	1123
其他经营现金流	55	178	180	150	100
投资活动现金流	-2449	-840	-4703	-649	-7176
资本支出	-2015	0	-593	359	-34
长期投资	-391	0	-1767	-2315	-3001
其他投资现金流	-42	-840	-2343	1307	-4141
筹资活动现金流	-4217	-2328	-1242	-909	-1102
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	-872	0	0	0	0
股本增加	7	-4	0	0	0
支付股利	-2175	-2191	-1243	-1333	-1441
其他筹资现金流	-1177	-134	1	424	338
现金净增加额	-1978	2100	-119	1419	-1849

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	27598	28676	28919	30808	32611
营业成本	14246	14520	14569	15512	16410
销售费用	9080	9199	10208	10814	11381
管理费用	1256	1428	1440	1525	1608
财务费用	-395	-175	-223	-243	-236
其他非经营性损益	122	-232	-180	-150	-100
投资净收益	378	256	317	287	302
营业利润	3834	3729	3061	3337	3650
其他收入及其他收益	422	381	330	300	280
利润总额	4256	4110	3391	3637	3930
所得税	1069	1097	905	971	1049
净利润	3187	3013	2486	2666	2881
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	3187	3013	2486	2666	2881
EBITDA	5733	5706	4798	5572	6558
EPS (元)	1.23	1.17	0.96	1.03	1.11

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	7.0	3.9	0.8	6.5	5.9
营业利润(%)	-21.7	-2.8	-17.9	9.0	9.4
归属于母公司净利润(%)	-21.6	-5.5	-17.5	7.2	8.1
获利能力					
毛利率(%)	48.4	49.4	49.6	49.7	49.7
净利率(%)	11.5	10.5	8.6	8.7	8.8
ROE(%)	13.1	11.5	9.1	9.3	9.6
ROIC(%)	10.7	10.3	8.0	8.1	8.4
偿债能力					
资产负债率(%)	33.5	26.9	26.2	24.5	25.6
净负债比率(%)	17.9	8.1	8.6	1.7	11.4
流动比率	1.9	2.7	2.4	2.9	2.3
速动比率	1.5	2.4	2.0	2.5	2.0
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	24.8	25.9	28.0	28.0	29.0
应付账款周转率	8.4	8.5	8.2	9.5	9.0
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.23	1.17	0.96	1.03	1.11
每股经营现金流(最新摊薄)	1.81	2.04	2.25	1.15	2.49
每股净资产(最新摊薄)	9.44	10.10	10.58	11.10	11.65
估值比率					
P/E	12.8	13.6	16.4	15.3	14.2
P/B	1.7	1.6	1.5	1.4	1.4
EV/EBITDA	6.6	6.2	7.4	6.1	5.5

资料来源: Wind; 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 3 月 28 日收盘价

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所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：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

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：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

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