

2025年03月29日

剔除减值影响业绩符合预期，派息率新高

李宁(2331.HK)

评级:	买入	股票代码:	2331
上次评级:	买入	52周最高价/最低价(港元):	24.05/13.02
目标价格(港元):		总市值(亿港元)	443.55
最新收盘价(港元):	17.16	自由流通市值(亿港元)	443.55
		自由流通股数(百万)	2,584.80

事件概述

2024年公司实现收入/归母净利/EBITDA/经营现金流为286.76/30.13/63.79/52.68亿元、同比增长3.9%/-5.5%/3.6%/12.4%。我们分析，剔除投资性房地产减值3.3亿影响后的归母净利为33.43亿元，符合市场预期；剔除投资性其他收入、权益法入账之投资的溢利份额、拨备影响后归母净利润为26.08亿元，则同比增长15%。经营现金流/净利为175%，高于净利主要由于应收账款减少。

2024年每股派发股息0.2073元人民币，2024中期派发股息每股0.3775元人民币，全年派息率为50%（2023年为45%）、为08年以来新高，年化股息率为4%（对应1港元=0.93元人民币）。

分析判断:

经销渠道下半年收入转正主要来自开店贡献，直营店效关店及升级后改善，线上维持双位数增长。（1）分渠道来看，2024年经销/直营/电商/海外收入分别为129.57/68.83/83.05/5.31亿元、同比增长2.6%/-0.3%/10.3%/-0.2%，分拆来看，上/下半年分别同比增长-2.0%/2.7%/11.4%/-14.4%、7.8%/-3.4%/9.3%/17%；拆分店效/店数来看，截至2024年李宁经销/直营店数分别为4820/1297家，同比增78/-201家（同比增长1.6%/-13.4%）；直营店效/经销单店出货分别为531/269万元、同比增长15.1%/0.9%。（2）分品牌看，24年主品牌经销/直营/YOUNG门店数分别净增78/-201/40家（同比增长1.6%/-13.4%/2.8%）至4820/1297/1468家，分拆上下半年来看，上半年主品牌经销/直营/YOUNG门店数分别净开2/-3/10家，下半年主品牌经销/直营/YOUNG门店数分别净开76/-198/30家。（3）分品类看，鞋/服装/配件和器材分别增长6.8%/-2.9%/29.3%至143.0/120.5/23.25亿元。「超轻」、「赤兔」、「飞电」三大核心跑鞋迭代升级，销售突破1060万双；运动生活品类中SOFT系列增长较好。（4）分区域看，北部/南部/其他地区收入占比分别47.7%/50.6%/1.0%、收入增速分别为4.9%/3.2%/-0.1%。（5）分季度看，2024Q4李宁销售点（不包括李宁YOUNG）整体零售流水高单位数增长，线下渠道中单位数增长，其中直营低单位数下降，批发为中单位数增长，电商虚拟店铺业务10%-20%中段增长。

毛利率提升但净利率下降主要受费用率增加影响、其他收入占比下降、权益法核算的投资收益占比下降。24年毛利率为49.4%、同比增长1.0PCT，主要来自毛利较高的电商渠道占比提升、线下直营店铺折扣改善。24年OPM同比下降0.1PCT至12.8%，归母净利率为10.5%、同比下降1.0PCT。净利率下降主要由于管理费用率、财务费用率增加、其他收入占比下降、权益法核算的投资收益占比下降。拆分来看，上下半年归母净利率分别为13.6%/7.4%，同比-1.5PCT/0.4PCT。销售/管理/财务费用率同比增加-0.8/0.4/0.5PCT至32.1%/5.0%/-0.6%；其中管理费用率上升主要由于员工成本及产品开发开支增加；财务费用率增加主要由于汇兑损失增加及定期存款减少。其他收入占比同比下降1.4PCT，主要由于投资性房产减值3.3亿元；以权益法核算的投资收益/收入占比下降0.5PCT，所得税/收入同比持平。

关注公司去库进度。2024年存货为25.98亿元，同比增长4.21%，平均存货周转天数为63、同比上升1天；应收账款为10.05亿元，同比减少16.67%，应收账款周转天数为14天、同比下降1天；应付账款为16.25亿元、同比下降9.2%，应付账款周转天数为42天、同比下降1天。

投资建议

我们分析，（1）考虑线下客流同比下滑、线上持续增长，谨慎预计 25 全年收入增长低单位数；预计在高级市场持续优化门店结构，关闭低效店铺、推进优质店铺整改，加快新兴市场拓展。分品类来看，跑鞋仍保持较快增长。（2）考虑到公司持续加大对品牌建设和核心品类的投入，以及进一步加强对中国体育事业的支持，预计 25 年净利率有所下降至高单位数。（3）长期来看，童装有望成为新的增长点，1990 仍在培育期。下调盈利预测，下调 25/26 年营业收入预测 305/335 亿元至 292.5/310.1 亿元，新增 27 年收入预测 330.3 亿元，下调 25/26 年归母净利润预测 36.2/41.1 亿元至 27.2/29.7 亿元，新增 27 年归母净利润预测 33.0 亿元，对应下调 25/26 年 EPS 预测 1.41/1.61 元至 1.05/1.15 元，新增 27 年 EPS 预测 1.28 元，2025 年 3 月 28 日收盘价 17.16 港元对应 25/26/27 年 PE 为 15/14/13 倍（1 港元=0.93 元人民币），维持“买入”评级。

风险提示

库存积压恶化风险、终端折扣加大风险、电商增速放缓、系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	25803.38	27598.49	29251.45	31012.67	33033.93
YoY (%)	14.31%	6.96%	2.01%	6.02%	6.52%
归母净利润(百万元)	4063.83	3186.91	2724.80	2965.06	3300.05
YoY (%)	1.32%	-21.58%	-9.56%	8.82%	11.30%
毛利率 (%)	48.38%	48.38%	49.60%	49.80%	50.00%
每股收益 (元)	1.54	1.21	1.05	1.15	1.28
ROE	16.70%	13.06%	9.45%	9.33%	9.40%
市盈率	40.40	15.84	15.14	13.91	12.50

资料来源：公司公告，华西证券研究所。注：1 港元=0.93 元人民币

分析师：唐爽爽

邮箱：

tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

分析师：李佳妮

邮箱：lijn@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524120003

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	28675.64	29251.45	31012.67	33033.93	净利润	-	2724.80	2965.06	3300.05
YoY (%)	3.54%	2.01%	6.02%	6.52%	折旧和摊销	-	2007.52	1581.93	1313.63
营业成本	14519.54	14742.73	15568.36	16516.96	营运资金变动	-	11985.07	295.45	438.51
营业税金及附加					经营活动现金流	-	16448.94	4557.61	4749.35
销售费用	9198.91	9492.09	10203.17	10778.97	资本开支	-	-539.77	-638.00	-737.20
管理费用	1427.91	1433.32	1457.60	1486.53	投资	-	709.79	-1230.15	-3224.97
财务费用	-175.10	-354.54	-612.52	-660.35	投资活动现金流	-	438.46	-1583.32	-3659.33
资产减值损失					股权募资	-	0.00	0.00	0.00
投资收益	256.30	104.64	104.64	104.64	债务募资	-	0.00	0.00	0.00
营业利润	3529.29	3010.08	3056.07	3436.86	筹资活动现金流	-	0.00	0.00	0.00
营业外收支	148.92	163.81	180.19	198.21	现金净流量	-	16887.41	2974.29	1090.02
利润总额	4109.61	3633.06	3953.41	4400.06	主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
所得税	1096.69	908.27	988.35	1100.02	成长能力 (%)				
净利润	3012.92	2724.80	2965.06	3300.05	营业收入增长率	3.90%	2.01%	6.02%	6.52%
归属于母公司净利润	3012.92	2724.80	2965.06	3300.05	净利润增长率	-5.46%	-9.56%	8.82%	11.30%
YoY (%)	-5.46%	-9.56%	8.82%	11.30%	盈利能力 (%)				
每股收益 (元)	1.17	1.05	1.15	1.28	毛利率	49.37%	49.60%	49.80%	50.00%
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	净利润率	10.51%	9.32%	9.56%	9.99%
货币资金	7498.60	24386.00	27360.30	28450.32	总资产收益率 ROA	8.44%	6.51%	6.52%	6.67%
预付款项					净资产收益率 ROE	11.54%	9.45%	9.33%	9.40%
存货	2598.23	2019.55	2224.05	2359.57	偿债能力 (%)				
其他流动资产	9181.40	1170.06	1240.51	1321.36	流动比率	2.71	2.94	3.41	3.72
流动资产合计	20528.24	32297.18	39767.54	46135.27	速动比率	1.15	2.65	3.12	3.43
长期股权投资	1743.94	1743.94	1743.94	1743.94	现金比率	0.99	2.22	2.35	2.30
固定资产	4610.45	3811.50	3310.66	3024.32	资产负债率	26.90%	31.11%	30.06%	29.10%
无形资产	1811.40	1142.61	699.52	409.42	经营效率 (%)				
非流动资产合计	15180.16	9548.62	5690.04	3364.81	总资产周转率	0.80	0.70	0.68	0.67
资产合计	35708.41	41845.80	45457.57	49500.08	每股指标 (元)				
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	1.17	1.05	1.15	1.28
应付账款及票据	1625.13	3685.68	3892.09	4129.24	每股净资产	10.10	11.15	12.30	13.58
其他流动负债	5010.47	5850.29	6202.53	6606.79	每股经营现金流	0.00	6.36	1.76	1.84
流动负债合计	7585.95	10998.54	11645.26	12387.72	每股股利	0.21	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	估值分析				
其他长期负债	2018.77	2018.77	2018.77	2018.77	PE	13.13	15.14	13.91	12.50
非流动负债合计	2018.77	2018.77	2018.77	2018.77	PB	1.52	1.43	1.30	1.18
负债合计	9604.72	13017.31	13664.03	14406.49					
股本	235.85	235.85	235.85	235.85					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00					
股东权益合计	26103.69	28828.48	31793.54	35093.59					
负债和股东权益合计	35708.41	41845.80	45457.57	49500.08					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐 10%	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避 10%	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。