



李宁 (02331.HK)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

品牌调整进行时，25 年稳中求进

业绩简评

公司于 3 月 28 日发布 2024 年年报，全年实现营收 286.76 亿元，同增 3.9%，归母净利润为 30.13 亿元，净利率为 10.5%，其中 H2 营收同增 4.58%至 142.53 亿元，净利润同增 58.76%至 12.05 亿元，业绩表现超预期。公司董事会建议派发末期股息每股 0.2073 元，全年派息比例为 50%，同比提升 5pct，维持买入评级。

经营分析

电商驱动增长，线下渠道调整进行时。公司 24 年电商业务营收同增 10.3%，主要得益于线上渠道的深度开发，线上客流提升高单位数，转化率有所改善，线上平均折扣改善低单位数。经销收入同增 2.6%，主要通过加强与经销商的合作，提供更具竞争力的产品，年末加盟店数量为 4820 家，同比净增加 78 家，全年批发收入下降低单位数，批发流水下降中单位数，批发收入与流水相对匹配，推动渠道健康发展。零售收入同比略降 0.3%，主要受整体及市场竞争加剧影响，公司对渠道做出优化调整，直营渠道同比净减少 201 家，全年公司线下折扣同比加深 0.5pct。

专业产品持续发力。公司持续丰富产品结构，24 年跑步产品流水增长 25%，跑鞋核心 IP 销量突破 1060 万双。李宁大货平均面积 243 平方米，同比持平，平均月店效 30 万，高层级市场流水保持稳定，核心商业进驻率约 90%。截至 24 年末渠道库销比为 4，库龄结构健康，6 个月内新品占比 80%。

毛利率小幅提升，净利率受减值影响。24 年公司毛利率提升 1ct 至 49.4%，主要变动因素包括：1) 电商折扣改善。2) 直营渠道效率优化、折扣改善。3) DTC 占比上升。销售和管理费用率整体维持稳定，净利率受到投资性房地产减值等因素影响，同比下降 0.5pct 至 10.5%，若加回减值 H2 净利率为 10.79%。经营性现金净流入为 52.68 亿元，同比增长 12.4%，现金流情况保持健康。

展望未来，公司预计保持稳中求进：我们预计公司 25 全年收入持平，净利率为高单位数。公司将继续围绕单品牌、多品类、多渠道战略，持续完善跑步、篮球、健身等产品矩阵。同时，公司成为 2025-2028 年中国奥委会及中国体育代表团合作伙伴，公司将借此机会进一步扩大品牌力，期待公司经营向好。

盈利预测、估值与评级

公司目前仍处于品牌、渠道调整期，我们预计未来公司将维持稳健经营情况，我们预计 2025-27 年公司净利润分别为 28.57/31.33/32.89 亿元，当前股价对应 PE 为 13/12/11 倍，维持“买入”评级。

风险提示

零售不及预期、品牌力下降、行业竞争加剧。

国金证券研究所

分析师：杨欣 (执业 S1130522080010)

yangxin1@gjzq.com.cn

分析师：赵中平 (执业 S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师：杨雨钦 (执业 S1130524110005)

yangyuqin@gjzq.com.cn

市价 (港币)：17.160 元

相关报告：

1. 《李宁港股公司点评：维持全年指引，Q4 有望迎来拐点》，2024.10.24



公司基本情况 (人民币)

项目	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	27,598	28,676	29,031	29,978	31,246
营业收入增长率	6.96%	3.90%	1.24%	3.26%	4.23%
归母净利润(百万元)	3,187	3,013	2,857	3,133	3,289
归母净利润增长率	-21.58%	-5.46%	-5.18%	9.67%	4.98%
摊薄每股收益(元)	1.23	1.17	1.11	1.21	1.27
每股经营性现金流净额	1.79	0.00	1.00	1.06	1.19
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.06%	11.54%	9.86%	9.76%	9.30%
P/E	15.38	12.81	13.11	11.95	11.39
P/B	2.04	1.48	1.38	1.25	1.13

来源：公司年报、国金证券研究所


附录：三张报表预测摘要

损益表(人民币 百万)							资产负债表(人民币 百万)						
	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	25,803	27,598	28,676	29,031	29,978	31,246	货币资金	7,382	5,444	7,499	13,290	19,357	25,860
增长率	14.3%	7.0%	3.9%	1.2%	3.3%	4.2%	应收账款	1,688	2,001	1,250	1,266	1,307	1,362
主营业务成本	13,319	14,246	14,520	14,719	15,139	15,779	存货	2,428	2,493	2,598	2,634	2,709	2,824
%销售收入	51.6%	51.6%	50.6%	50.7%	50.5%	50.5%	其他流动资产	897	3,715	9,181	5,802	2,611	-477
毛利	12,485	13,352	14,156	14,312	14,839	15,467	流动资产	12,395	13,653	20,528	22,991	25,983	29,569
%销售收入	48.4%	48.4%	49.4%	49.3%	49.5%	49.5%	%总资产	36.8%	39.9%	57.5%	59.5%	61.8%	64.8%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0	长期投资	1,369	1,607	1,744	1,881	2,019	2,156
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产	3,235	4,124	4,610	4,908	5,101	5,003
销售费用	7,314	9,080	9,199	9,493	9,773	10,124	%总资产	9.6%	12.1%	12.9%	12.7%	12.1%	11.0%
%销售收入	28.3%	32.9%	32.1%	32.7%	32.6%	32.4%	无形资产	2,239	2,405	1,811	1,866	1,921	1,921
管理费用	1,113	1,256	1,428	1,452	1,499	1,500	非流动资产	21,252	20,555	15,180	15,670	16,055	16,094
%销售收入	4.3%	4.6%	5.0%	5.0%	5.0%	4.8%	%总资产	63.2%	60.1%	42.5%	40.5%	38.2%	35.2%
研发费用	534	618	0	0	0	0	资产总计	33,647	34,208	35,708	38,662	42,039	45,663
%销售收入	2.1%	2.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	短期借款	0	0	0	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	5,025	3,862	3,935	3,672	3,875	3,906	应付款项	1,584	1,790	1,625	1,647	1,694	1,766
%销售收入	19.5%	14.0%	13.7%	12.6%	12.9%	12.5%	其他流动负债	5,656	5,479	5,961	6,035	6,231	6,495
财务费用	-390	-395	-175	-225	-399	-581	流动负债	7,241	7,268	7,586	7,682	7,926	8,261
%销售收入	-1.5%	-1.4%	-0.6%	-0.8%	-1.3%	-1.9%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	201	378	256	246	248	0	其他长期负债	2,074	2,533	2,019	2,019	2,019	2,019
%税前利润	3.7%	8.9%	6.2%	6.3%	5.8%	0.0%	负债	9,315	9,801	9,605	9,701	9,945	10,280
营业利润	4,206	3,037	3,529	3,368	3,567	3,843	普通股股东权益	24,329	24,407	26,104	28,961	32,094	35,383
营业利润率	16.3%	11.0%	12.3%	11.6%	11.9%	12.3%	其中：股本	240	240	236	236	236	236
营业外收支							未分配利润	24,121	24,201	25,868	28,725	31,858	35,147
税前利润	5,415	4,256	4,110	3,897	4,274	4,486	少数股东权益	2	0	0	0	0	0
利润率	21.0%	15.4%	14.3%	13.4%	14.3%	14.4%	负债股东权益合计	33,647	34,208	35,708	38,662	42,039	45,663
所得税	1,351	1,069	1,097	1,040	1,140	1,197	比率分析						
所得税率	25.0%	25.1%	26.7%	26.7%	26.7%	26.7%		2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	4,064	3,187	3,013	2,857	3,133	3,289	每股指标						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股收益	1.55	1.23	0.00	1.11	1.21	1.27
归属于母公司的净利润	4,064	3,187	3,013	2,857	3,133	3,289	每股净资产	9.24	9.30	10.10	11.20	12.42	13.69
净利率	15.7%	11.5%	10.5%	9.8%	10.5%	10.5%	每股经营现金净流	1.49	1.79	0.00	1.00	1.06	1.19
							每股股利	0.46	0.55	0.58	0.00	0.00	0.00
							回报率						
							净资产收益率	16.70%	13.06%	11.54%	9.86%	9.76%	9.30%
							总资产收益率	12.08%	9.32%	8.44%	7.39%	7.45%	7.20%
							投入资本收益率	15.50%	11.85%	11.05%	9.30%	8.85%	8.09%
							增长率						
							主营业务收入增长率	14.31%	6.96%	3.90%	1.24%	3.26%	4.23%
							EBIT 增长率	-2.84%	-23.16%	1.89%	-6.67%	5.53%	0.79%
							净利润增长率	1.32%	-21.58%	-5.46%	-5.18%	9.67%	4.98%
							总资产增长率	11.14%	1.67%	4.39%	8.27%	8.73%	8.62%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	13.4	14.5	13.9	12.5	12.4	12.4
							存货周转天数	56.8	62.2	63.1	64.0	63.5	63.1
							应付账款周转天数	43.0	42.6	42.3	40.0	39.7	39.5
							固定资产周转天数	33.9	48.0	54.8	59.0	60.1	58.2
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-21.82%	-11.93%	-20.99%	-38.92%	-54.02%	-67.38%
							EBIT 利息保障倍数	48.0	23.8	15.5	—	—	—
							资产负债率	27.68%	28.65%	26.90%	25.09%	23.66%	22.51%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	1	2	6	25
增持	0	0	0	0	2
中性	0	0	0	0	2
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	1.21

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究