

李宁(02331)

报告日期: 2025 年 03 月 30 日

运营提效, 积极投入培育竞争力

——李宁点评报告

投资要点

- **李宁披露 24 年报: 收入符合预期, 主业盈利能力有效改善。**公司 24 全年流水同比持平, 报表收入 286.8 亿, 同比+3.9%; 毛利率 49.4% (同比+1.0pp), 来自电商占比提升、直营零售折扣改善; 销售费用率 32.1% (同比-0.8pp), 来自费用的精细化管理; 管理费用率 5.0% (同比+0.4pp), 其他收入及收益 1.5 亿, 23 年同期为 5.2 亿, 主要减少来自投资性房地产减值 3.3 亿元; 营业利润 36.8 亿 (同比+3.3%), 营业利润率 12.8% (同比-0.1pp); 财务净收入 1.8 亿 (同比-45%), 主要来自汇兑损失增加及利息收入减少; 以权益法核算的投资收益 2.6 亿, 去年同期为 3.8 亿, 减少由于 23 年同期 1.4 亿红双喜土地出让一次性收益; 净利润 30.1 亿 (同比-5.5%), 净利率 10.5% (同比-1.0pp), 剔除一次性收益影响, EBITDA 63.8 亿, 同比+6%, 盈利能力有效改善。
- **分渠道看收入: 电商增速领跑, 线下提效继续。**2024 年李宁批发业务收入 129.6 亿 (同比+2.6%), 其中大货批发业务 (不包含专业渠道发货) 流水下降中单位数、收入下滑低单位数, 基本匹配; 截止 24 年末大货门店数量: 4820 家 (较年初+78), 公司积极拓展新兴市场的发展机会。直营渠道 24 年收入 68.8 亿 (-0.4%), 其中大货门店数量 1297 家 (较年初-201), 体现公司积极推进渠道提效。从线下整体来看, 24 年门店平均面积达到 243 m², 平均月店效达到 30 万人民币, 其中大店数量达到 1568 家, 平均面积达到 411 m², 九代店数量超过 1026 家, 平均月店效达到 35 万家, 高线市场持续提效、新兴市场积极拓展。电商渠道角度, 24 年收入 83.0 亿 (同比+10.3%), 保持领跑, 其中线上客流提升高单位数、平均零售折扣也改善低单位数。
- **现金流表现继续优异。**24 年报表存货 26.0 亿 (同比+4.2%), 同比小幅增加预计与 25 春节提前致 24Q4 提前备货有关, 全渠道维度渠道库存 4.0 个月, 环比中报改善, 库龄结构中 6 个月以下新品 85%, 7-12 个月 9%, 12 个月以上 6%, 保持健康。应收账款 10.0 亿 (-16.7%), 经营性现金流: 52.7 亿 (+12.4%), 现金分红比例 50%。
- **盈利预测与估值:** 李宁品牌在 25 年 1 月成为 2025-2028 年中国奥委会及中国体育代表团官方体育服装合作伙伴, 公司将加大在专业研发、体育事业深耕、各类赛事赞助及不同层级消费者曝光方面的资源投入, 以争取中长期的专业运动卡位。由此, 预计公司 25/26/27 年收入 289/303/317 亿元, 同比+0.7%/+5.0%/+4.7%, 归母净利 26.2/29.2/32.2 亿元, 同比-13%/+12%/+10%, 对应当前 PE 16/14/13X。公司中长期仍是在品牌声量、产品口碑及业绩增长上最值得期待的大众运动品牌之一, 期待品牌增长动能逐步修复+渠道精细化运营带动效率提升+户外、女子、网球、匹克球等细分品类发展创新, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 客流不稳定, 特殊舆论事件影响品牌宣传推广效果

财务摘要

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	28,676	28,870	30,315	31,747
(+/-) (%)	3.90%	0.68%	5.00%	4.72%
归母净利润	3,013	2,616	2,923	3,217
(+/-) (%)	-5.46%	-13.18%	11.75%	10.04%
每股收益(元)	1.17	1.01	1.13	1.24
P/E	13.6	15.6	14.0	12.7

资料来源: 浙商证券研究所

投资评级: 买入(维持)

分析师: 马莉

执业证书号: S1230520070002

mali@stocke.com.cn

分析师: 詹陆雨

执业证书号: S1230520070005

zhanluyu@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	HK\$17.16
总市值(百万港元)	44,355.13
总股本(百万股)	2,584.80

股票走势图



相关报告

- 《Q3 流水符合预期, 成立合营公司推进国际化》2024.10.23
- 《运营质量稳健, 分红率提升》2024.08.19
- 《运营指标健康化, 期待后续流水提速》2024.05.04

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	20,528	22,065	23,471	25,079
现金	7,499	8,849	9,973	11,283
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	1,005	1,134	1,198	1,244
其它应收款	245	258	271	284
存货	2,598	2,598	2,756	2,946
其他	9,181	9,226	9,273	9,322
非流动资产	15,180	14,762	14,743	14,735
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	2,378	2,378	2,378	2,378
固定资产	4,610	4,527	4,390	4,245
无形资产	235	239	236	233
有使用权资产	1,577	1,734	1,908	2,099
其他	6,380	5,883	5,831	5,781
资产总计	35,708	36,827	38,215	39,814
流动负债	7,586	7,260	7,378	7,563
短期借款	0	0	0	0
应付款项	1,625	1,791	1,846	1,969
预收账款	4,049	4,090	4,131	4,172
其他	1,911	1,379	1,401	1,422
非流动负债	2,019	2,076	2,138	2,207
长期借款	0	0	0	0
其他	2,019	2,076	2,138	2,207
负债合计	9,605	9,336	9,516	9,770
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权	26,104	27,491	28,699	30,043
负债和股东权益	35,708	36,827	38,215	39,814

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	5,268	3,138	3,283	3,640
净利润	3,013	2,616	2,923	3,217
折旧摊销	316	356	398	407
财务费用	175	190	214	237
投资损失	(256)	(261)	(267)	(272)
营运资金变动	657	65	(139)	(85)
其它	1,363	172	153	136
投资活动现金流	(840)	(281)	(851)	(869)
资本支出	799	800	800	800
长期投资	2,125	(58)	(57)	(56)
其他	(2,084)	(461)	108	125
筹资活动现金流	(2,324)	(1,506)	(1,308)	(1,462)
债务增加	0	0	0	0
股息及利息支付	(1,434)	(1,506)	(1,308)	(1,462)
其他	(890)	0	0	0
现金净增加额	2,104	1,351	1,124	1,309

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	28,676	28,870	30,315	31,747
营业成本	(14,520)	(14,550)	(15,260)	(15,965)
销售费用	(9,199)	(9,960)	(10,337)	(10,603)
管理费用	(1,428)	(1,559)	(1,667)	(1,746)
其他收入及收益	154	315	456	446
营业利润	3,678	3,116	3,506	3,878
财务费用	175	190	214	237
以权益法核算的投资收	256	261	267	272
除税前溢利	4,110	3,568	3,987	4,388
所得税	(1,097)	(952)	(1,064)	(1,171)
净利润	3,013	2,616	2,923	3,217
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	3,013	2,616	2,923	3,217
EBITDA	3,845	3,158	3,448	3,432
EPS (最新摊薄)	1.17	1.01	1.13	1.24

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	3.90%	0.68%	5.00%	4.72%
营业利润	3.35%	-15.29%	12.52%	10.62%
归属母公司净利润	-5.46%	-13.18%	11.75%	10.04%
获利能力				
毛利率	49.37%	49.60%	49.66%	49.71%
净利率	10.51%	9.06%	9.64%	10.13%
ROE	11.93%	9.76%	10.40%	10.95%
ROIC	9.91%	7.47%	7.79%	8.38%
偿债能力				
资产负债率	26.90%	25.35%	24.90%	24.54%
净负债比率	36.79%	33.96%	33.16%	32.52%
流动比率	2.71	3.04	3.18	3.32
速动比率	2.33	2.65	2.77	2.89
营运能力				
总资产周转率	0.82	0.80	0.81	0.81
应收账款周转率	21.00	27.00	26.00	26.00
应付账款周转率	8.50	8.50	8.00	8.00
每股指标(元)				
每股收益	1.17	1.01	1.13	1.24
每股经营现金	2.04	1.21	1.27	1.41
每股净资产	10.10	10.64	11.10	11.62
估值比率				
P/E	13.58	15.65	14.00	12.72
P/B	1.57	1.49	1.43	1.36
EV/EBITDA	11.19	13.12	11.74	11.48

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>