

2025 年 03 月 31 日

李宁 (02331.HK)

投资评级：买入（维持）

——加大运动资源投入，品牌专业性持续深化

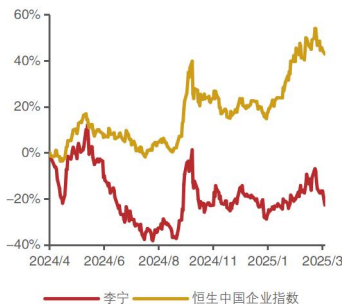
证券分析师

丁一
SAC: S1350524040003
dingyi@huayuanstock.com

联系人

周宸宇
zhouchenyu@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2025 年 03 月 31 日

收盘价 (港元)	15.92
一年内最高/最低 (港元)	24.60/12.56
总市值 (百万港元)	41,149.98
流通市值 (百万港元)	41,149.98
资产负债率 (%)	26.90

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **外部环境扰动下，公司业绩整体平稳。**公司发布 2024 年年报，2024 全年实现营收 286.76 亿元，同比+3.9%；实现毛利润 141.56 亿元，同比+6.0%，2024 年毛利率为 49.4%，较 2023 年+1pct，系毛利率较高的电商渠道营收占比进一步提升及线下店铺折扣有所改善；实现归母净利润 30.13 亿元，同比-5.5%。2024 年末，董事会建议派息 20.73 分人民币/股，叠加中期派息，全年派息为 58.48 分人民币/股，全年派息率达 50%，分红意愿进一步提升。
- **分渠道看，电商业务占比持续提升。**2024 年公司坚持多渠道协同发展，批发渠道实现营收 120.7 亿元（不含国际市场及李宁 YOUNG），同比+2%，保持稳健增长；直营渠道实现营收 66.3 亿元（不含李宁 YOUNG），同比-1%；电商渠道营收占比为 31%，较 2023 年提升 2pct，为公司 2024 年营收增长核心驱动。从利润贡献看，2024 年电商/直营/批发渠道贡献毛利率增长分别为+0.8pct/+0.2pct/+0.1pct，营收占比持续提升的电商渠道为公司贡献更多利润。
- **分品类看，跑步产品零售流水快速增长。**从零售流水端看，2024 年公司核心品类为运动生活（含中国李宁），零售流水占比达 33%，跑步品类零售流水占比达 28%，为公司第二品类。1) **跑步品类** 2024 年零售流水同比增长 25%，其中，公司跑步鞋核心三大 IP “超轻”、“赤兔”、“飞电”合计销量突破 1060 万双，稳步提升其在消费者心中的专业心智，2024 年底搭载“超靛”科技的“飞电 5”上市有望进一步巩固李宁跑鞋的专业性。2) **运动生活品类**则聚焦代表舒适出行的“SOFT”系列及女子系列产品，有望通过新品拓展新消费客群。3) **运动户外品类**方面，公司于 24H1 联合中科院推出“防暴雨双透纳米科技”，并发布“万龙甲 BREATH”系列冲锋衣，未来有望依托户外科技平台进一步明确该系列的专业心智。
- **盈利预测与评级：**李宁作为国内头部运动服饰公司，聚焦“单品牌、多品类、多渠道”的发展规划，通过研发投入持续迭代公司鞋履/服饰相关核心技术，并延续时尚设计，产品长期兼顾专业性及时尚性，持续推高品牌力，筑高竞争壁垒，积极的渠道调整及创新能力有望构筑公司长期的增长驱动。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别 26.56 亿元/29.60 亿元/32.64 亿元。考虑到公司在运动服饰赛道的品牌地位、产品研发能力及营销能力位于上乘，维持“买入”评级。
- **风险提示。**线下消费复苏不及预期；渠道调整不及预期；行业竞争压力加大。

盈利预测与估值 (人民币)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	27598.49	28675.64	29164.28	30910.20	32999.34
同比增长率 (%)	6.96%	6.96%	1.70%	5.99%	6.76%
归母净利润 (百万元)	3186.91	3012.92	2655.67	2959.77	3264.48
同比增长率 (%)	-21.58%	-21.58%	-11.86%	11.45%	10.29%
每股收益 (元/股)	1.23	1.17	1.03	1.15	1.26
ROE (%)	13.06%	11.54%	9.23%	9.33%	9.33%
市盈率 (P/E)	12.08	12.72	14.48	12.99	11.78

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。