

李宁 (02331)

证券研究报告

2025年03月31日

深练内功巩固成效

公司发布 2024 年财报，全年营收 287 亿，同比+3.9%，归母净利 30 亿，同比-5.5%，净利润率 10.5%。

其中 2024H2 营收 143 亿元，同比+5.5%，归母净利 11 亿，同比-0.4%。全年派息（含中期）58.48 分人民币/股，派息比率为 50%。

电商表现优秀，新品放量

1) 分品牌，24 年末门店合计 7585 家，较年初减少 83 家，其中李宁主品牌减少 123 家至 6117 家，李宁 Young 增加 40 家至 1468 家。门店减少主要受消费影响，儿童门店数量稳步提升。

李宁 YOUNG 一方面加强布局儿童专业产品矩阵，特别是在篮球运动、中国文化遗产款、特色裤装以及器配品类等明星单品上表现理想；另一方面精心策划一系列线下青少年活动及跨界合作，聚焦篮球、足球、跑步、户外等多个热门运动领域，展现品牌的多元化魅力。

2) 分渠道，24 年批发营收 130 亿元，同比+3%；直营营收 69 亿，同比略降 0.3%；电商营收 83 亿元，同比+10%。

截至 24Q4 流水：线下同增中单位数，其中直营低单位数下降，批发同增中单位，电商同增 10%-20%中段。

整体消费承压，公司对零售渠道进行调整，直营门店减少 201 家，批发门店增加 78 家，批发好于直营。伴随线上深度开发、电商推广增加，线上规模效应逐渐显现。

3) 分品类，公司深耕跑步、篮球、健身、羽毛球、乒乓球和运动生活六大核心品类，线下新品零售流水占线下整体流水比为 85%，新品放量，专业产品心智逐渐建立。

跑步流水同比+25%，跑鞋三大系列新款（超轻、赤兔、飞电）销售超 1060 万双。公司迭代升级“SOFT”系列科技矩阵，其中 COMFOAM 配方实现了轻量化的性能提升，使得产品在保证舒适的同时，更加符合现代运动对轻量化的需求。

产品创新方面，推出旗舰产品龙雀、飞电 5 ULTRA 等，并助力运动员在大型马拉松赛事中夺冠，显著提升了产品的市场关注度与专业形象。

篮球流水同比-21%，今年将在全国多个城市推动反伍系列街头篮球比赛，通过推广篮球文化提升用户心智。

此外，公司积极拓展新兴运动及细分品类，如户外运动、高尔夫、网球和匹克球等，继续以科技创新能力赋能产品力升级，夯实专业运动心智。

费用可控、库存健康

2024 年毛利率 49.4%，同增 1pp，得益于毛利较高的电商渠道占比进一步加大，以及线下直营店折扣有所改善。

销售费用 92 亿元，同比+1.3%，略有上升，主因市场拓展力度加大、品牌推广投入增加以及电商增加佣金开支。渠道库存同比上升高单位数，全渠道存货周转 4 个月，库存周转与库龄结构保持在健康水平。

调整盈利预测，维持“买入”评级

流水企稳、电商恢复、新品放量，公司逐步走出经营低谷。基于 24 年公司业绩表现，我们调整 25-26 年盈利预测，并更新 27 年盈利预测，

预计 25-27 年营收分别为 295 亿人民币、317 亿人民币、340 亿人民币(25-26

投资评级

行业 非必需性消费/纺织及服饰

6 个月评级 买入（维持评级）

当前价格 17.16 港元

目标价格 港元

基本数据

港股总股本(百万股) 2,584.80

港股总市值(百万港元) 44,355.13

每股净资产(港元) 10.91

资产负债率(%) 26.90

一年内最高/最低(港元) 24.60/12.56

作者

孙海洋 分析师

SAC 执业证书编号: S1110518070004

sunhaiyang@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《李宁-公司点评:合作中国奥委会，一切皆有可能》 2025-01-19
- 《李宁-公司点评:静待预期改善》 2024-10-25
- 《李宁-公司点评:聚焦稳健运营》 2024-08-18

年原值为 298 亿人民币、318 亿人民币), 归母净利分别为 28 亿人民币、30 亿人民币、32 亿人民币 (25-26 年原值为 35 亿人民币、40 亿人民币);
EPS 分别为 1.09 元人民币、1.16 元人民币、1.23 元人民币;
PE 分别为 15/14/13x。

风险提示: 消费持续低迷; 新品表现不及预期; 电商费用增加等风险。

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com