

24 年经营稳健，25 年加大 品牌投入助力长期增长

核心观点

2024 年公司营收同增 3.9%，其中电商渠道引领增长、保持 10%+ 增长，公司加大渠道优化力度、线下直营渠道聚焦店效；2024 年受投资性房地产减值影响下净利率有所下滑。分品类看，跑步业务表现亮眼、篮球品类较为疲软，目前专业运动品类流水占比已经超过 60%。24 年年底渠道库存周转在 4 个月左右，公司线下折扣同比加深 0.5pct、电商折扣改善低单位数。展望 25 年，公司预计收入同比持平、净利率为高单位数，近期，公司签约中国奥委会 2025 到 2028 年，预计营销费用支出或有所增加，后续将持续加大产品研发以及品牌影响力提升。

事件

公司发布 2024 年度业绩：2024 年营收 286.8 亿元/+3.9%；归母净利润 30.13 亿元/-5.5%；经营活动现金流净额为 52.68 亿元/+12.4%。拟每股派息 0.2073 元人民币，叠加中期派发股息 0.3775 元人民币，对应全年每股派发 0.5848 元，派息率为 50%（23 年为 45%）。

简评

分渠道，24 年电商渠道营收实现 10%+ 增长，线下直营渠道微降，批发端微增。

1) 直营端：24 年零售业务（线下直营）营收 66.3 亿元/-1%，年末门店数为 1297 家/-201 家，公司进行店铺结构优化导致门店数量的调整，通过强化优质店铺的改造与拓展，并关闭部分低效店，确保直营渠道效率改善；2) 批发端：2024 年全年批发营收 120.7 亿元/+2%，门店 4820 家/+78 家，年内公司积极调控发货计划和节奏，扣除专业渠道发货的收入，批发收入下降低单位数、批发流水下降中单位数；3) 电商端：2024 年营收 83 亿元/+10.3%，电商渠道直营流水增长 10%-20% 低段，主要得益于全年电商客流提升高单位数叠加生意转化率有所改善，电商折扣率同比改善低单位数，公司持续的推动线上线下业务，逐步实现商品打通，形成互补效应，提升商品周转。

李宁 (2331.HK)

维持

买入

叶乐

yele@csc.com.cn

18521081258

SAC 编号:S1440519030001

SFC 编号:BOT812

黄杨璐

huangyanglu@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100001

发布日期：2025 年 03 月 31 日

当前股价：17.16 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-0.58/0.30	1.91/-15.41	-14.93/-56.81
12 月最高/最低价 (港元)		24.05/12.92
总股本 (万股)		258,479.79
流通 H 股 (万股)		258,479.79
总市值 (亿港元)		415.64
流通市值 (亿港元)		442.00
近 3 月日均成交量 (万)		2755.81
主要股东		
非凡中国发展有限公司		10.53%

股价表现



相关研究报告

- 【中信建投轻工纺织及教育】李宁 (2331):Q3 流水环比走弱，成立合资公司探索国际业务
24.10.25
- 【中信建投轻工纺织及教育】李宁 (2331):24H1 营收符合预期，加大下沉市场投入力度
24.08.19

分产品，核心品类跑步仍呈现较快速增长态势、新系列 SOFT 表现亮眼，篮球鞋服受行业低迷影响收入有所下降。24 年五大品类零售流水同比持平，跑步、健身、篮球、运动生活四大品类零售流水占比分别为 28%、15%、21%、33%，零售流水同比+25%、+6%、-21%、-6%。其中跑步品类表现亮眼，公司迭代升级超轻、赤兔、飞电三大核心跑鞋 IP，三大系列取得销售突破 1,060 万双的稳健成绩；篮球品类受经销发货减少影响，公司通过碳芯前沿技术，不断优化篮球鞋的产品性能；运动生活品类，24 年持续发力运动生活鞋 SOFT 系列，围绕舒适、好穿、百搭的核心卖点，推出了迭代升级的款式，自上市以来 SOFT 系列已经连续第二年保持高效的销量增长，全年销量突破 250 万双。

受投资性房地产减值影响下，2024 年净利率有所下滑。2024 年公司毛利率为 49.4%/+1.0pct，其中直营毛利率、电商毛利率分别影响了+0.2pct、+0.8pct，主要系毛利较高的电商渠道占比提升、线下直营店铺折扣改善。费用率方面，2024 年销售、管理、财务费用率为 32.1%/-0.8pct、5.0%/+0.4pct、-0.6%/+0.5pct，广告及宣传开支占收入比重为 9.5%/+0.4pct，管理费用率上升主要系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（24 年底定期存款 23.8 亿元、23 年底为 90.4 亿元，对应利息收入从 3.2 亿元降至 1.75 亿元）。2024 年公司其他收入为 1.54 亿元（23 年为 5.24 亿元，其他收入/收入下降 1.2pct），主要系公司针对投资性房地产计提减值 3.33 亿所致。2024 年公司经营利润率 12.8%/-0.1pct，归母净利率为 10.5%/-1.0pct。

渠道库存质量健康，2024 年末渠道库销比在 4 个月左右。折扣率方面，公司线下折扣同比加深 0.5pct、平均件均价降低低单位数，电商折扣改善低单位数。存货方面，截至 2024 年末，公司存货金额 25.98 亿元/+4.2%，平均存货周转天数 63 天、全渠道库销比 4 个月左右，现有渠道存货中 6 个月及以下新品占比 85%，整体保持稳定。

2025 年展望，加大营销投入助力长期发展。1) 整体规划：公司规划收入同比持平，净利率为高单位数；2) 费用端：2025 年公司签约中国奥委会，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，预计营销费用支出或有所增加，且公司对于国内运动鞋服市场增长性的认可，后续将聚焦产品研发以及品牌影响力提升。

盈利预测：预计 2025-2027 年公司营业收入为 289.3、305.1、320.8 亿元，同比+0.9%、+5.4%、+5.2%；实现归母净利润 25.5、28.2、30.4 亿元，同比-15.3%、+10.4%、+7.9%；对应最新估值 P/E 为 15.8x、14.3x、13.3x，维持“买入”评级。

风险提示：

零售折扣率加深，影响品牌利润率：李宁品牌库存水平平均略高于理想水平，后续如果通过增加零售折扣率处理库存，将对品牌的利润率水平造成一定影响。

流水复苏进展及幅度不及预期：预计随着消费的逐步复苏，公司各品牌的流水表现也将直接受益，如果公司各品牌的流水复苏进展或幅度不及预期，将影响公司的营运表现。

门店开拓进展不及预期：新店开拓是公司线下渠道收入增长的重要驱动因素之一，如果公司门店开拓进展不及预期，将直接影响公司收入表现。

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	13,653	20,528	22,917	25,473	28,195
现金	5,445	7,522	9,705	11,553	13,559
应收票据及应收账款合计	1,206	1,005	1,140	1,202	1,265
其他应收款	0	0	0	0	0
预付账款	178	245	178	187	197
存货	2,493	2,598	2,655	2,787	2,927
其他流动资产	4,332	9,158	9,240	9,742	10,247
非流动资产	20,555	15,180	14,484	13,757	12,983
长期投资	1,607	0	256	513	769
固定资产	4,124	4,610	3,972	3,403	2,887
无形资产	2,464	1,962	1,635	1,308	981
其他非流动资产	12,361	8,607	8,620	8,533	8,346
资产总计	34,208	35,708	37,402	39,230	41,178
流动负债	7,268	7,586	8,003	8,424	8,853
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款合计	1,790	1,625	1,745	1,832	1,924
其他流动负债	5,479	5,961	6,259	6,592	6,929
非流动负债	2,533	2,019	2,019	2,019	2,019
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2,533	2,019	2,019	2,019	2,019
负债合计	9,801	9,605	10,022	10,443	10,872
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	240	236	236	236	236
资本公积	24,167	25,868	25,868	25,868	25,868
留存收益	0	0	1,276	2,684	4,202
归属母公司股东权益	24,407	26,104	27,379	28,787	30,306
负债和股东权益	34,208	35,708	37,402	39,230	41,178

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	4,688	5,268	3,698	3,450	3,676
净利润	3,187	3,013	2,552	2,816	3,037
折旧摊销	1,872	-	1,452	1,483	1,530
财务费用	-319	-175	-129	-159	-188
其他经营现金流	-52	2,430	-177	-690	-704
投资活动现金流	-2,449	-840	-368	-353	-339
资本支出	1,568	514	500	500	500
其他投资现金流	-4,018	-1,354	-868	-853	-839
筹资活动现金流	-4,217	-2,324	-1,147	-1,248	-1,330
短期借款	-	-	-	-	-
长期借款	-	-	-	-	-
其他筹资现金流	-4,217	-2,324	-1,147	-1,248	-1,330
现金净增加额	-1,978	2,104	2,183	1,848	2,007

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	27,598	28,676	28,931	30,505	32,084
营业成本	14,246	14,520	14,682	15,416	16,186
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	9,080	9,199	9,981	10,433	10,909
管理费用	1,256	1,428	1,447	1,525	1,604
其他收入	543	149	180	200	220
营业利润	3,559	3,678	3,002	3,332	3,605
财务费用	-319	-175	-129	-159	-188
投资净收益	378	256	256	256	256
利润总额	4,256	4,110	3,387	3,747	4,050
所得税	1,069	1,097	835	932	1,012
净利润	3,187	3,013	2,552	2,816	3,037
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	3,187	3,013	2,552	2,816	3,037
EBITDA	5,809	3,935	4,710	5,071	5,392
EPS (元)	1.23	1.17	0.99	1.09	1.18

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	7.0	3.9	0.9	5.4	5.2
归属于母公司净利润(%)	-21.6	-5.5	-15.3	10.4	7.9
获利能力					
毛利率(%)	48.4	49.4	49.3	49.5	49.6
净利率(%)	11.5	10.5	8.8	9.2	9.5
OP Margin(%)	12.9	12.8	10.4	10.9	11.2
ROE(%)	13.1	11.5	9.3	9.8	10.0
偿债能力					
资产负债率(%)	28.7	26.9	26.8	26.6	26.4
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	22.9	28.5	25.4	25.4	25.4
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.23	1.17	0.99	1.09	1.18
每股净资产(最新摊薄)	9.44	10.10	10.59	11.14	11.72
估值比率					
P/E	12.7	13.4	15.8	14.3	13.3
P/B	1.7	1.5	1.5	1.4	1.3

数据来源: wind, 中信建投

分析师介绍

叶乐

中信建投证券纺织服装及教育行业首席分析师，毕业于复旦大学金融硕士专业，2024年“金牛奖”纺织服装行业最佳分析师，2023年“新浪金麒麟”菁英分析师纺织服装第4、家居第5，2020年“新财富”海外最佳分析师第5名团队成员，目前专注于纺织服装、轻工、黄金珠宝、教育人力、医美个护等消费服务产业研究。

黄杨璐

中信建投证券轻工纺织服装&教育行业分析师，同济大学金融学硕士，专注于家居、黄金珠宝、教育人力、医美个护、运动服饰等消费服务产业研究，6年证券从业经验。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现, 也即报告发布日后的 6 个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准; 新三板市场以三板成指为基准; 香港市场以恒生指数作为基准; 美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明: (i) 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、客观地出具本报告, 结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及其附属机构(以下合称“中信建投”)制作, 由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的, 不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格, 本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下, 本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础, 不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料, 但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断, 该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更, 亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件, 而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况, 报告接收者应当独立评估本报告所含信息, 基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策, 中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保, 亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内, 中信建投可能持有并交易本报告中所述公司的股份或其他财产权益, 也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点, 分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系, 分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可, 任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容, 亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有, 违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话: (8610) 56135088
 联系人: 李祉瑶
 邮箱: lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话: (8621) 6882-1600
 联系人: 翁起帆
 邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
 电话: (86755) 8252-1369
 联系人: 曹莹
 邮箱: caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话: (852) 3465-5600
 联系人: 刘泓麟
 邮箱: charleneliu@csci.hk