

2024 年 11 月 25 日

投资评级： 买入（首次）

证券分析师

丁一

SAC: S1350524040003

联系人

市场表现：



基本数据	2024 年 11 月 22 日
收盘价（港元）	15.68
一年内最高/最低（港元）	24.60/12.56
总市值（百万港元）	40,524.65
流通市值（百万港元）	40,524.65
资产负债率（%）	—

李宁 (02331. HK)

——聚焦单品牌多品类，以研发设计引领品牌价值提升

投资要点：

- 公司聚焦“单品牌、多品类、多渠道”策略，凭借“国潮风”快速发展。**近年，公司维持单品牌战略，持续专注跑步、篮球、羽毛球、健身和运动生活五大核心品类，开发运动专业性与时尚设计兼具的产品。渠道方面，公司持续优化线下渠道布局，直营与批发渠道协同发展，并相继推出品牌旗舰店、李宁 1990、中国李宁、篮球主场店、李宁 YOUNG 的不同类型店铺满足线下客群需求；同时，公司兼顾线上渠道发展，持续拓展抖音、天猫、京东等线上渠道的发展潜力。
- 公司注重发展创新能力，产品及科技革新引领行业。**公司为运动服饰国牌头部品牌，产品设计及研发能力常年位于行业前列。公司长期重视研发投入，2018 年-2024H1 研发费率维持于 2.2% 左右。持续的研发投入驱动公司产品力及品牌力提升，以鞋履为例，自 2004 年品牌首款篮球鞋 Free Jumper 搭载“B+C”大底开始，公司不断创新各类鞋履大底科技，从缓震结构、缓震材料再到极致零量化科技，品牌先后推出“弓”、“云”、“霁”、“弎”等核心运动鞋履科技，为公司产品力背书，夯实了专业与时尚兼具的品牌形象。
- 电商近年快速发展，线下渠道中直营占比快速修复。**据财报，受益于电商平台崛起，公司近年线上渠道发展迅速，24H1 公司电商渠道营收占比较 2019 年增长 5.4 pct 至 27.9%，为营收增长新驱动；此外，受疫后线下消费场景修复及公司直营体系发展，直营渠道营收占比提升至 24.4%，接近 2019 年水平，伴随公司发展直营体系，直营占比有望进一步提升；公司海外业务占比近 5 年保持平稳，但据中服圈公司已开始筹备新合资公司开拓海外市场，有望推动品牌世界化发展。
- 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 2024-2026 年归母净利润分别 31.26 亿元/34.45 亿元/38.76 亿元。我们选择与公司同属运动服饰行业的安踏体育、波司登为可比公司，2024 年平均 PE 为 14.1X，李宁 2024 年对应 PE 为 12.0X，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，首次覆盖给予“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）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	25803.38	27598.49	28161.22	29869.59	31907.36
同比增长率（%）	14.31%	6.96%	2.04%	6.07%	6.82%
归母净利润（百万元）	4063.83	3186.91	3125.51	3445.42	3875.85
同比增长率（%）	1.32%	-21.58%	-1.93%	10.24%	12.49%

每股收益（元/股）	1.55	1.23	1.21	1.33	1.50
ROE（%）	16.70%	13.06%	11.99%	11.68%	11.62%
市盈率（P/E）	9.34	11.78	12.01	10.89	9.68

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

请务必仔细阅读正文之后的评级说明和重要声明

投资案件

投资评级与估值

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2024-2026 年归母净利润分别 31.26 亿元/34.45 亿元/38.76 亿元。我们选择与公司同属运动服饰行业的安踏体育、波司登为可比公司，2024 年平均 PE 为 14.1X，李宁 2024 年对应 PE 为 12.0X，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，首次覆盖给予“买入”评级。

关键假设

1) 销售费用率，公司深耕运动服饰赛道多年，品牌影响力较强，销售费用投放效率逐步提升，因此预计 2024-2026 年公司销售费用率分别为 29.48%、29.10%、28.90%；

2) 管理费用率，公司通过优化升级管理体系不断降低管理费用率，因此预计 2024-2026 年管理费用率分别为 4.40%、4.20%、4.00%。

投资逻辑要点

公司端：**1) 产品力领先行业**：公司持续重视研发，鞋履与服饰端核心科技持续领先行业，且同时注重外观设计，做到产品兼具功能性及设计感，产品力较强；**2) 营销力优秀**：公司持续整合重要体育资源并赞助大型体育赛事，并通过大秀积极宣传公司新品，品牌力强；**3) 渠道调整**，近年公司电商及直营业务发展迅速，未来有望成为新增长点。

核心风险提示

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。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/705104230210012002>