

李宁 (02331.HK)

2025Q1 流水稳健增长，渠道库存健康

事件：李宁发布 2025Q1 经营情况公告，成人流水同比增长低单位数，整体表现符合预期。

李宁成人：2025Q1 流水稳健增长，电商表现优异。2025Q1 李宁成人流水同比增长低单位数，其中线下渠道流水同比增长低单位数（直营渠道流水同比下降低单位数，批发渠道流水同比增长低单位数），电商流水同比增长 10%-20% 低段。

- 2024 年直营门店关店较多对 2025Q1 直营渠道流水产生一定压力，批发业务流水略有增长。1) 2025Q1 直营流水同比下降低单位数，我们判断直营流水下降主要系 2024 年门店关店较多所致，2024 年李宁成人装直营门店数量同比净关 201 至 1297 家，我们判断面对消费环境的波动，公司加大对于直营业务门店的调整力度，以提升盈利能力，2025Q1 直营门店数量较年初净关 6 家至 1291 家，展望 2025 年全年我们预计直营门店或仍有净关店。从单店层面来看，经测算 2025Q1 李宁直营渠道平均单店销售同比或有增长，2024 年的低效门店出清带动整体店铺经营情况改善。2) 2025Q1 批发业务整体保持稳健增长态势，流水增长低单位数，我们判断当前公司借助经销商力量拓展新兴市场门店，抓住生意机会，谋求份额提升，2025Q1 批发门店数量净减少 23 家至 4797 家，我们判断 Q1 批发业务门店数量减少或系春节后部分门店合约到期所致，2025 年我们预计批发门店仍将实现净开店。
- Q1 电商业务快速增长，运营能力提升。2025Q1 电商业务流水同比增长 10%-20% 低段，整体保持快速增长态势，我们判断电商业务的快速增长一方面或系春节假期带动；另一方面系公司持续对电商渠道经营效率进行优化改善。

李宁 young：2025Q1 流水表现预计优于成人。截至 2025Q1 末李宁 young 门店为 1453 家，对比年初净关闭 15 家，我们预计 2025Q1 童装流水表现优于成人，当前公司持续优化童装产品结构，同时强化品牌推广，推动童装业务稳健增长。

公司重视库存管理，2025Q1 末库销比预计在 5 左右。我们预计 2025Q1 库销比在 5 左右，对比 2024 年末略有提升，主要原因系期末备货所致，整体处于健康可控水平。

我们预计公司 2025 年营收同比持平左右，归母净利润下降 17.5%。2025 年以来公司终端流水整体保持较为稳健的增长态势，2025 年全年来看考虑到消费环境仍处于波动复苏阶段，公司或将以稳健经营为核心业务理念，同时综合考虑 2025 年对国际业务的出表，我们预计公司 2025 年收入持平左右。利润率方面，2025 年公司签约中国奥委会，短期内营销费用支出或有所增加，综合来看我们预计公司 2025 年归母净利润下降 17.5%。

盈利预测和投资建议：综合考虑短期消费环境的不确定性以及公司长期经营效率的不断提升，我们预计公司 2025~2027 年业绩为 24.86/26.66/28.81 亿元，对应 2025 年 PE 为 15 倍，维持“买入”评级。

风险提示：消费环境波动，盈利能力提升速度不达预期，门店优化不及预期等。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	27,598	28,676	28,919	30,808	32,611
增长率 yoy (%)	7.0	3.9	0.8	6.5	5.9
归母净利润 (百万元)	3,187	3,013	2,486	2,666	2,881
增长率 yoy (%)	-21.6	-5.5	-17.5	7.2	8.1
EPS 最新摊薄 (元/股)	1.23	1.17	0.96	1.03	1.11
净资产收益率 (%)	13.1	11.5	9.1	9.3	9.6
P/E (倍)	11.3	12.0	14.5	13.5	12.5
P/B (倍)	1.5	1.4	1.3	1.3	1.2

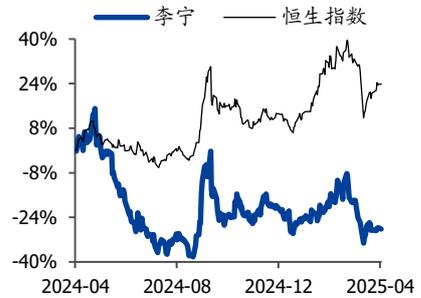
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 04 月 28 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	服装家纺
前次评级	买入
04 月 28 日收盘价 (港元)	15.00
总市值 (百万港元)	38,771.97
总股本 (百万股)	2,584.80
其中自由流通股 (%)	100.00
30 日日均成交量 (百万股)	37.28

股价走势



作者

- 分析师 杨莹
执业证书编号：S0680520070003
邮箱：yangying1@gszq.com
- 分析师 侯子夜
执业证书编号：S0680523080004
邮箱：houziye@gszq.com
- 分析师 王佳伟
执业证书编号：S0680524060004
邮箱：wangjiawei@gszq.com

相关研究

- 《李宁 (02331.HK)：2024 年经营质量优异，关注公司长期增长能力》 2025-03-28
- 《李宁 (02331.HK)：Q3 销售仍较为波动，全年预计公司业绩持平》 2024-10-23
- 《李宁 (02331.HK)：2024H1 表现符合预期，全年业绩预计持平略增》 2024-08-17

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	13653	20528	18688	20980	18992
现金	5444	7499	7379	8798	6950
应收账款及票据	1206	1005	1061	1140	1109
其他应收款	795	245	752	311	814
衍生金融工具及短投	3494	8264	5879	7072	6475
存货	2493	2598	2700	2743	2727
其他流动资产	221	917	917	917	917
非流动资产	20555	15180	18391	16999	21513
权益性投资	1607	1744	1881	2019	2156
固定资产	4124	4610	5072	4984	5211
无形资产	2405	1811	1721	1630	1540
其他非流动资产	12419	7014	9717	8366	12606
资产总计	34208	35708	37078	37979	40505
流动负债	7268	7586	7935	7321	8305
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款及票据	1790	1625	1928	1337	2309
其他流动负债	5479	5961	6007	5984	5995
非流动负债	2533	2019	1796	1978	2080
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2533	2019	1796	1978	2080
负债合计	9801	9605	9731	9299	10384
股本	240	236	236	236	236
股本溢价	10173	9011	9011	9011	9011
留存收益	13994	16856	18100	19433	20874
归属母公司股东权益	24407	26104	27347	28680	30121
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	34208	35708	37078	37979	40505

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	4688	-0	5826	2978	6430
净利润	3187	3013	2486	2666	2881
折旧摊销	1872	1771	1629	2178	2864
财务费用	-395	-175	-223	-243	-236
投资损失	0	0	-317	-287	-302
营运资金变动	-31	481	2070	-1487	1123
其他经营现金流	55	-5090	180	150	100
投资活动现金流	-2449	0	-4703	-649	-7176
资本支出	-2015	0	-593	359	-34
长期投资	-391	0	-1767	-2315	-3001
其他投资现金流	-42	0	-2343	1307	-4141
筹资活动现金流	-4217	-4	-1242	-909	-1102
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	-872	0	0	0	0
股本增加	7	-4	0	0	0
支付股利	-2175	-2191	-1243	-1333	-1441
其他筹资现金流	-1177	2191	1	424	338
现金净增加额	-1978	-4	-119	1419	-1849

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	27598	28676	28919	30808	32611
营业成本	14246	14520	14569	15512	16410
销售费用	9080	9199	10208	10814	11381
管理费用	1256	1428	1440	1525	1608
财务费用	-395	-175	-223	-243	-236
其他非经营性损益	122	-232	-180	-150	-100
投资净收益	378	256	317	287	302
营业利润	3834	3729	3061	3337	3650
其他收入及其他收益	422	381	330	300	280
利润总额	4256	4110	3391	3637	3930
所得税	1069	1097	905	971	1049
净利润	3187	3013	2486	2666	2881
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	3187	3013	2486	2666	2881
EBITDA	5733	5706	4798	5572	6558
EPS (元)	1.23	1.17	0.96	1.03	1.11

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	0.8	6.5	5.9
营业利润(%)	-21.7	-2.8	-17.9	9.0	9.4
归属于母公司净利润(%)	-21.6	-5.5	-17.5	7.2	8.1
获利能力					
毛利率(%)	48.4	49.4	49.6	49.7	49.7
净利率(%)	11.5	10.5	8.6	8.7	8.8
ROE(%)	13.1	11.5	9.1	9.3	9.6
ROIC(%)	10.7	10.3	8.0	8.1	8.4
偿债能力					
资产负债率(%)	33.5	26.9	26.2	24.5	25.6
净负债比率(%)	17.9	8.1	8.6	1.7	11.4
流动比率	1.9	2.7	2.4	2.9	2.3
速动比率	1.5	2.4	2.0	2.5	2.0
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	24.8	25.9	28.0	28.0	29.0
应付账款周转率	8.4	8.5	8.2	9.5	9.0
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.23	1.17	0.96	1.03	1.11
每股经营现金流(最新摊薄)	1.81	-0.00	2.25	1.15	2.49
每股净资产(最新摊薄)	9.44	10.10	10.58	11.10	11.65
估值比率					
P/E	11.3	12.0	14.5	13.5	12.5
P/B	1.5	1.4	1.3	1.3	1.2
EV/EBITDA	5.8	5.4	6.4	5.2	4.8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025年04月28日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（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客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com