

# 李宁 (02331.HK)

## 第一季度流水增长低单位数，折扣率同比改善

优于大市

## ◆ 公司研究·海外公司快评

## ◆ 纺织服饰·服装家纺

## ◆ 投资评级：优于大市(维持)

证券分析师： 丁诗洁 0755-81981391 dingshijie@guosen.com.cn  
证券分析师： 刘佳琪 010-88005446 liujiaqi@guosen.com.cn

执证编码：S0980520040004  
执证编码：S0980523070003

### 事项：

**公司公告：**1、**零售表现：**截至2025年3月31日止第一季度，李宁销售点（不包括李宁 YOUNG）于整个平台之零售流水按年录得低单位数增长。就渠道而言，线下渠道（包括零售及批发）录得低单位数增长，其中零售（直接经营）渠道录得低单位数下降，批发（特许经营商）渠道录得低单位数增长；电子商务虚拟店铺业务录得10~20%低段增长。2、**销售点数量：**截至2025年3月31日，于中国，李宁销售点数量（不包括李宁 YOUNG）共计6088个，较上年末净减少29个，其中零售业务净减少6个，批发业务净减少23个。李宁 YOUNG 销售点数量共计1453个，较上年末净减少15个。

**国信纺织观点：**1) **2025 第一季度：**第一季度李宁大货流水增长低单位数，其中电商流水增长低双位数，线上线下折扣均有改善，库销比小幅增长至5个月；2) **全年指引：**根据公开电话会交流，管理层维持2025年收入增长持平，净利率高单位数的指引；3) **风险提示：**消费需求不及预期；品牌形象受损；市场的系统性风险；4) **投资建议：**短期品牌投入加大盈利压力，期待营销带动规模增长。2025年一季度公司在具有挑战的经营环境、以及持续收缩线下渠道带来负面影响下，实现了稳健的流水增速，同时保证良好的经营质量，折扣率、毛利率改善，库存维持在健康水平，管理层维持此前全年收入和利润指引。我们维持盈利预测，预计公司2025-2027年归母净利润25.1/28.3/30.4亿元，同比-16.8%/12.8%/7.6%。我们看好公司当前高度健康的渠道库存和公司现金运营情况，以及营销发力对品牌重启增长的潜力，维持17.9-19.2港元的目标价，对应2025PE17.2-18.5x，维持“优于大市”评级。

### 评论：

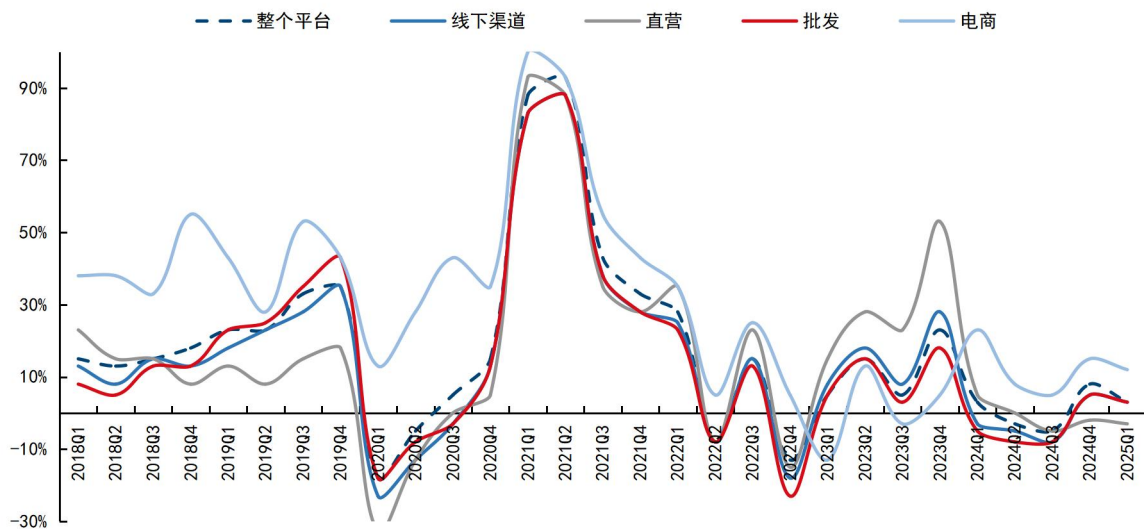
◆ **2025 第一季度：**第一季度李宁大货流水增长低单位数，其中电商流水增长低双位数，线上线下折扣均有改善，库销比小幅增长至5个月

1、**流水：**第一季度李宁大货流水增长低单位数，电商表现好于线下。李宁大货实现整体流水增长低单位数，其中零售/批发/电商分别实现低单下降/低单增长/低双增长。直营表现弱于批发主要受渠道数量同比有较大收缩影响。童装表现好于大货，一季度取得高单增长。

第一季度末李宁大货直营门店比上年度末净减少6个至1291个，批发门店环比上年度末净减少23个至4797个，另外童装门店环比上年度末净减少15个至1453个。

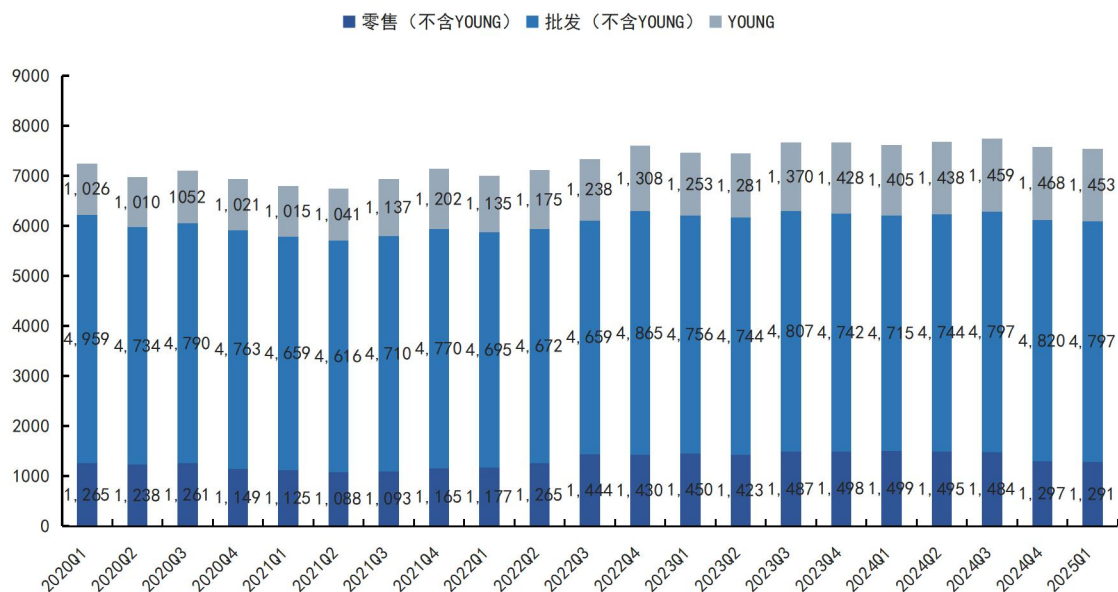
2、**零售折扣和库销比：**线上线下折扣均有改善，库销比小幅增长至5个月。1) **零售折扣：**一季度直营、批发折扣均有低单位数改善，电商略微改善，整体折扣低单改善；但3月改善趋势收窄，4月折扣加深压力增大。2) **库销比：**截至3月底，全渠道库销比为5，略高于去年同期，仍处于健康可控的水平。库龄结构健康，6个月新品占比80%以上。年底目标维持4-5个月。

图1: 李宁分渠道季度零售增长表现



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图2: 李宁门店数按季度变化趋势



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

#### ◆ 管理层维持 2025 年收入增长持平, 净利率高单位数的指引

- 1) 近期表现: 4 月以来趋势较一季度转弱, 一定程度受天气反复影响。
- 2) 收入: 维持 2025 年收入增长持平的指引。
- 3) 利润率: 维持全年净利率高单位数的指引。

### ◆ 投资建议：短期品牌投入加大盈利压力，期待营销带动规模增长

2025 年一季度公司在具有挑战的经营环境、以及持续收缩线下渠道带来负面影响下，实现了稳健的流水增速，同时保证良好的经营质量，折扣率、毛利率改善，库存维持在健康水平，管理层维持此前全年收入和利润指引。我们维持盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润 25.1/28.3/30.4 亿元，同比-16.8%/12.8%/7.6%。我们看好公司当前高度健康的渠道库存和公司现金运营情况，以及营销发力对品牌重启增长的潜力，维持 17.9-19.2 港元的目标价，对应 2025PE17.2-18.5x，维持“优于大市”评级。

表1：盈利预测及市场重要数据

|              | 2023   | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)    | 27,598 | 28,676 | 28,809 | 30,243 | 31,901 |
| (+/-%)       | 7.0%   | 3.9%   | 0.5%   | 5.0%   | 5.5%   |
| 净利润(百万元)     | 3187   | 3013   | 2508   | 2829   | 3045   |
| (+/-%)       | -21.6% | -5.5%  | -16.8% | 12.8%  | 7.6%   |
| 每股收益(元)      | 1.23   | 1.17   | 0.97   | 1.09   | 1.18   |
| EBIT Margin  | 10.9%  | 12.3%  | 9.8%   | 11.0%  | 11.4%  |
| 净资产收益率 (ROE) | 13.1%  | 11.5%  | 9.2%   | 9.8%   | 10.1%  |
| 市盈率 (PE)     | 11.5   | 12.1   | 14.6   | 12.9   | 12.0   |
| EV/EBITDA    | 9.9    | 13.7   | 12.7   | 11.2   | 10.4   |
| 市净率 (PB)     | 1.50   | 1.40   | 1.33   | 1.27   | 1.20   |

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

表2：可比公司估值表

| 公司代码    | 公司名称 | 投资评级 | 收盘价人民币 | 2024A | EPS<br>2025E | 2026E | 2024A | PE<br>2025E | 2026E | g<br>2023-2026 | PEG<br>2025 |
|---------|------|------|--------|-------|--------------|-------|-------|-------------|-------|----------------|-------------|
| 2331.HK | 李宁   | 优于大市 | 14.12  | 1.17  | 0.97         | 1.09  | 12.1  | 14.6        | 12.9  | -3.9%          | -3.74       |
| 可比公司    |      |      |        |       |              |       |       |             |       |                |             |
| 2020.HK | 安踏体育 | 优于大市 | 86.08  | 5.56  | 4.80         | 5.51  | 15.5  | 17.9        | 15.6  | 14.7%          | 1.22        |
| 1368.HK | 特步国际 | 优于大市 | 4.93   | 0.45  | 0.51         | 0.54  | 11.0  | 9.7         | 9.1   | 13.4%          | 0.72        |
| 1361.HK | 361度 | 优于大市 | 4.02   | 0.56  | 0.63         | 0.71  | 7.2   | 6.4         | 5.7   | 15.6%          | 0.41        |

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

### ◆ 风险提示

消费需求不及预期；品牌形象受损；市场的系统性风险。

**相关研究报告：**

《李宁（02331.HK）-全年收入增长 4%，品类表现分化》——2025-03-30

《李宁（02331.HK）-李宁品牌成为中国奥委会新周期合作伙伴，四季度电商销售增长提速》——  
2025-01-21

《李宁（02331.HK）-第三季度流水下滑中单位数，四季度增长有望改善》——2024-10-23

《李宁（02331.HK）-上半年收入增长 2%，折扣改善带动毛利率提升》——2024-08-17

《李宁（02331.HK）-第一季度流水小幅增长，零售折扣同比收窄》——2024-04-23

## 财务预测与估值

| 资产负债表(百万元)       | 2023         | 2024         | 2025E        | 2026E        | 2027E        | 利润表(百万元)          | 2023          | 2024          | 2025E         | 2026E         | 2027E         |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 现金及现金等价物         | 5444         | 7499         | 14083        | 15485        | 17101        | 营业收入              | 27598         | 28676         | 28809         | 30243         | 31901         |
| 应收款项             | 2001         | 1250         | 1633         | 1714         | 1808         | 营业成本              | 14246         | 14520         | 14496         | 15186         | 16008         |
| 存货净额             | 2493         | 2598         | 2447         | 2559         | 2692         | 营业税金及附加           | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 其他流动资产           | 221          | 9181         | 3246         | 3408         | 3594         | 销售费用              | 9080          | 9199          | 10048         | 10246         | 10712         |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>13653</b> | <b>20528</b> | <b>21409</b> | <b>23166</b> | <b>25196</b> | 管理费用              | 1256          | 1428          | 1887          | 1944          | 2010          |
| 固定资产             | 4124         | 4610         | 5572         | 5980         | 6328         | 财务费用              | (319)         | (175)         | (111)         | (97)          | (103)         |
| 无形资产及其他          | 2405         | 1811         | 1359         | 906          | 453          | 投资收益              | 378           | 256           | 257           | 243           | 231           |
| 投资性房地产           | 12419        | 7014         | 7014         | 7014         | 7014         | 资产减值及公允价值变动       | 20            | (5)           | 0             | 0             | 0             |
| 长期股权投资           | 1607         | 1744         | 1744         | 1744         | 1744         | 其他收入              | 524           | 154           | 623           | 632           | 651           |
| <b>资产总计</b>      | <b>34208</b> | <b>35708</b> | <b>37098</b> | <b>38810</b> | <b>40735</b> | 营业利润              | 4256          | 4110          | 3369          | 3840          | 4157          |
| 短期借款及交易性金融负债     | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 营业外净收支            | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 应付款项             | 2832         | 2575         | 2599         | 2718         | 2860         | <b>利润总额</b>       | <b>4256</b>   | <b>4110</b>   | <b>3369</b>   | <b>3840</b>   | <b>4157</b>   |
| 其他流动负债           | 4436         | 5010         | 5123         | 5302         | 5563         | 所得税费用             | 1069          | 1097          | 862           | 1011          | 1112          |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>7268</b>  | <b>7586</b>  | <b>7722</b>  | <b>8019</b>  | <b>8422</b>  | 少数股东损益            | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 长期借款及应付债券        | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | <b>归属于母公司净利润</b>  | <b>3187</b>   | <b>3013</b>   | <b>2508</b>   | <b>2829</b>   | <b>3045</b>   |
| 其他长期负债           | 2533         | 2019         | 2019         | 2019         | 2019         |                   |               |               |               |               |               |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>2533</b>  | <b>2019</b>  | <b>2019</b>  | <b>2019</b>  | <b>2019</b>  | <b>现金流量表(百万元)</b> | <b>2023</b>   | <b>2024</b>   | <b>2025E</b>  | <b>2026E</b>  | <b>2027E</b>  |
| <b>负债合计</b>      | <b>9801</b>  | <b>9605</b>  | <b>9741</b>  | <b>10038</b> | <b>10441</b> | 净利润               | 3187          | 3013          | 2508          | 2829          | 3045          |
| 少数股东权益           | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 资产减值准备            | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 股东权益             | 24407        | 26104        | 27357        | 28772        | 30294        | 折旧摊销              | 1872          | 0             | 991           | 1045          | 1104          |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>34208</b> | <b>35708</b> | <b>37098</b> | <b>38810</b> | <b>40735</b> | 公允价值变动损失          | (20)          | 5             | 0             | 0             | 0             |
|                  |              |              |              |              |              | 财务费用              | (319)         | (175)         | (111)         | (97)          | (103)         |
| <b>关键财务与估值指标</b> | <b>2023</b>  | <b>2024</b>  | <b>2025E</b> | <b>2026E</b> | <b>2027E</b> | 营运资本变动            | (318)         | (7997)        | 5839          | (57)          | (12)          |
| 每股收益             | 1.23         | 1.17         | 0.97         | 1.09         | 1.18         | 其它                | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 每股红利             | 0.62         | 0.21         | 0.49         | 0.55         | 0.59         | <b>经营活动现金流</b>    | <b>4721</b>   | <b>(4979)</b> | <b>9338</b>   | <b>3817</b>   | <b>4138</b>   |
| 每股净资产            | 9.44         | 10.10        | 10.58        | 11.13        | 11.72        | 资本开支              | (2781)        | (481)         | (1500)        | (1000)        | (1000)        |
| ROIC             | 10%          | 11%          | 10%          | 13%          | 14%          | 其它投资现金流           | (403)         | 8385          | 0             | 0             | 0             |
| ROE              | 13%          | 12%          | 9%           | 10%          | 10%          | <b>投资活动现金流</b>    | <b>(3421)</b> | <b>7766</b>   | <b>(1500)</b> | <b>(1000)</b> | <b>(1000)</b> |
| 毛利率              | 48%          | 49%          | 50%          | 50%          | 50%          | 权益性融资             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| EBIT Margin      | 11%          | 12%          | 10%          | 11%          | 11%          | 负债净变化             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| EBITDA Margin    | 18%          | 12%          | 13%          | 14%          | 15%          | 支付股利、利息           | (1569)        | (1601)        | (1254)        | (1414)        | (1522)        |
| 收入增长             | 7%           | 4%           | 0%           | 5%           | 5%           | 其它融资现金流           | (101)         | 2468          | 0             | 0             | 0             |
| 净利润增长率           | -22%         | -5%          | -17%         | 13%          | 8%           | <b>融资活动现金流</b>    | <b>(3238)</b> | <b>(733)</b>  | <b>(1254)</b> | <b>(1414)</b> | <b>(1522)</b> |
| 资产负债率            | 29%          | 27%          | 26%          | 26%          | 26%          | <b>现金净变动</b>      | <b>(1938)</b> | <b>2055</b>   | <b>6584</b>   | <b>1403</b>   | <b>1615</b>   |
| 息率               | 3.5%         | 3.6%         | 2.8%         | 3.2%         | 3.4%         | 货币资金的期初余额         | 7382          | 5444          | 7499          | 14083         | 15485         |
| P/E              | 13.0         | 13.7         | 16.5         | 14.6         | 13.6         | 货币资金的期末余额         | 5444          | 7499          | 14083         | 15485         | 17101         |
| P/B              | 1.7          | 1.6          | 1.5          | 1.4          | 1.4          | 企业自由现金流           | 1031          | (5891)        | 7437          | 2435          | 2748          |
| EV/EBITDA        | 11.1         | 15.3         | 14.2         | 12.5         | 11.6         | 权益自由现金流           | 1169          | (3294)        | 7519          | 2506          | 2823          |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

| 投资评级标准                                                                                                                                                                                                                                               | 类别         | 级别   | 说明                            |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|------|-------------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票<br>投资评级 | 优于大市 | 股价表现优于市场代表性指数 10%以上           |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 中性   | 股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间   |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 弱于大市 | 股价表现弱于市场代表性指数 10%以上           |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 无评级  | 股价与市场代表性指数相比无明确观点             |
|                                                                                                                                                                                                                                                      | 行业<br>投资评级 | 优于大市 | 行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上         |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 中性   | 行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间 |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 弱于大市 | 行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上         |

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032