

2025 年 4 月 29 日

李宁(2331.HK)

SDICS

## 公司动态分析

证券研究报告

运动鞋服

投资评级:

买入

维持评级

6 个月目标价

20.16 港元

股价 2025-4-29

14.62 港元

## 渠道持续优化，跑步品类引领流水增长

事件: 近日, 李宁公布 2025Q1 流水表现, 全平台流水(不包括李宁 YOUNG)录得低单位数增长, 其中线下渠道录得低单位数增长, 电商渠道录得 10-20% 低段增长。综合考虑, 我们预测 2025-2027 年 EPS 为 1.05/1.14/1.21 元, 目标价 20.16 港元, 维持“买入”评级。

### 报告摘要

电商表现亮眼, 零售有所下滑。25Q1 公司全平台流水(不包括李宁 YOUNG)同比录得低单位数增长, 其中线下渠道(包括零售及批发)录得低单位数增长, 零售渠道录得低单位数下滑, 批发渠道录得低单位数增长, 零售渠道承压主要是因为公司渠道结构优化, 关闭低效店铺导致店铺数量下降; 电商渠道录得 10-20% 低段增长, 表现较为亮眼。从不同的品类来看, Q1 的增长主要来自于跑步品类的引领, 新品飞电 5 Ultra 售罄率亮眼, 公司也持续赞助马拉松赛事以提升跑鞋的渗透率。库存和折扣方面, Q1 库销比为 5 个月左右, 零售及批发折扣均有低单位数的同比改善, 电商同比略有改善。

门店数量仍在下降, 渠道结构持续优化。截止 3 月 31 日, 李宁大货(不包括李宁 YOUNG)门店数量为 6088 个, 较上年末净减少 29 个, 其中直营零售门店净减少 6 个, 批发门店净减少 23 个; 童装门店数量 1453 个, 较上年末净减少 15 个。公司仍将持续对渠道结构进行优化, 相信未来新店的布局也将按照计划进行拓展。

料关税的负面影响不大, 扩大内需会带动运动品需求提升。公司的收入基本来自国内, 海外流水占比低, 我们认为美国加关税对公司销售的直接冲击不大。但如关税事件持续演变, 或将刺激内需增长, 对运动品的消费需求带来正面影响。

投资建议: 公司贯彻“单品牌、多品类、多渠道”的策略, 未来与 COC 的合作也将逐步落地, 随着后续的营销活动持续的展开, 相信公司在不同品类上能实现更好的发力。综合考虑, 我们预测 2025-2027 年 EPS 为 1.05/1.14/1.21 元, 给予 2025 年 18 倍 PE, 目标价 20.16 港元, 维持“买入”评级。

风险提示: 宏观下行, 零售环境恶化; 行业竞争加剧; 渠道改革不及预期。

|              |           |
|--------------|-----------|
| 总市值(亿港元)     | 37,789.75 |
| 流通市值(亿港元)    | 37,789.75 |
| 总股本(亿股)      | 2,584.80  |
| 流通股本(亿股)     | 2,584.80  |
| 12 个月低/高(港元) | 13.5/19.5 |
| 平均成交(百万港元)   | 569.82    |

### 股东结构

|                     |        |
|---------------------|--------|
| 非凡中国                | 10.60% |
| GIC Private Limited | 5.03%  |
| 富达国际                | 4.99%  |
| 贝莱德                 | 4.31%  |
| 先锋领航                | 3.60%  |
| 其他                  | 71.46% |
| 总共                  | 100.0% |

### 股价表现



|      |        |        |        |
|------|--------|--------|--------|
| %    | 一个月    | 三个月    | 十二个月   |
| 相对收益 | -8.75  | -17.55 | -52.54 |
| 绝对收益 | -14.80 | -8.74  | -27.86 |

### 财务及估值摘要

| (年结 31/12; 人民币百万) | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入              | 27,598 | 28,676 | 28,698 | 30,498 | 31,942 |
| 增长率               | 7.0%   | 3.9%   | 0.1%   | 6.3%   | 4.7%   |
| 归母净利润(扣非)         | 3,187  | 3,013  | 2,339  | 2,771  | 3,023  |
| 增长率               | -21.6% | -5.5%  | -22.4% | 18.5%  | 9.1%   |
| 毛利率               | 48.4%  | 49.4%  | 49.5%  | 49.6%  | 49.7%  |
| 归母净利率             | 11.5%  | 10.5%  | 8.1%   | 9.1%   | 9.5%   |
| 每股收益(元)           | 1.23   | 1.17   | 0.91   | 1.08   | 1.17   |
| 每股净资产(元)          | 9.44   | 10.13  | 10.60  | 11.15  | 11.74  |
| 市盈率               | 11.15  | 11.75  | 15.14  | 12.77  | 11.71  |
| 市净率               | 1.46   | 1.36   | 1.30   | 1.23   | 1.17   |
| 股息收益率(%)          | 3.98   | 4.26   | 3.61   | 4.27   | 4.66   |

数据来源: 公司资料, 国证国际预测

杨怡然 CFA

消费行业分析师

laurayang@sdicsi.com.hk

**附表：财务报表预测**

| <b>利润表（百万元）</b> |              |              |              |              |              |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                 | <b>2023A</b> | <b>2024A</b> | <b>2025E</b> | <b>2026E</b> | <b>2027E</b> |
| 营业收入            | 27,598       | 28,676       | 28,698       | 30,498       | 31,942       |
| 销售成本            | -14,246      | -14,520      | -14,493      | -15,371      | -16,067      |
| 毛利              | 13,352       | 14,156       | 14,206       | 15,127       | 15,875       |
| 销售费用            | -9,080       | -9,199       | -9,757       | -10,217      | -10,605      |
| 管理费用            | -1,256       | -1,428       | -1,722       | -1,677       | -1,757       |
| 经营溢利            | 3,539        | 3,683        | 2,850        | 3,344        | 3,630        |
| 财务开支            | 319          | 175          | 61           | 137          | 180          |
| 税前利润            | 4,256        | 4,110        | 3,160        | 3,745        | 4,086        |
| 所得税             | -1,069       | -1,097       | -822         | -974         | -1,062       |
| 期内净利润           | 3,187        | 3,013        | 2,339        | 2,771        | 3,023        |
| 扣非归母净利润         | 3,187        | 3,013        | 2,339        | 2,771        | 3,023        |
| EPS(元)          | 1.23         | 1.17         | 0.91         | 1.08         | 1.17         |
| <b>同比增长率</b>    |              |              |              |              |              |
| 收入(%)           | 6.96%        | 3.90%        | 0.08%        | 6.27%        | 4.74%        |
| 归母净利润(%)        | -21.58%      | -5.46%       | -22.38%      | 18.49%       | 9.10%        |

| <b>资产负债表（百万元）</b> |               |               |               |               |               |
|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|                   | <b>2023A</b>  | <b>2024A</b>  | <b>2025E</b>  | <b>2026E</b>  | <b>2027E</b>  |
| 现金及现金等价物          | 5,444         | 7,499         | 7,811         | 7,632         | 8,355         |
| 应收账款              | 1,206         | 1,005         | 1,197         | 1,143         | 1,308         |
| 存货                | 2,493         | 2,598         | 2,325         | 2,897         | 2,562         |
| 其他流动资产            | 4,510         | 9,427         | 9,731         | 10,045        | 10,369        |
| <b>流动资产总额</b>     | <b>13,653</b> | <b>20,528</b> | <b>21,064</b> | <b>21,715</b> | <b>22,594</b> |
| 固定资产              | 4,279         | 4,761         | 5,293         | 5,772         | 6,203         |
| 无形资产              | 221           | 235           | 223           | 212           | 201           |
| 其他非流动资产           | 16,055        | 10,184        | 10,394        | 10,649        | 10,946        |
| <b>非流动资产总额</b>    | <b>20,555</b> | <b>15,180</b> | <b>15,910</b> | <b>16,633</b> | <b>17,349</b> |
| <b>总资产</b>        | <b>34,208</b> | <b>35,708</b> | <b>36,974</b> | <b>38,349</b> | <b>39,944</b> |
| 应付账款              | 1,790         | 1,625         | 1,790         | 1,832         | 1,954         |
| 应付即期税项            | 915           | 950           | 969           | 989           | 1,009         |
| 其他流动负债            | 4,563         | 5,010         | 4,856         | 4,714         | 4,584         |
| <b>流动负债总额</b>     | <b>7,268</b>  | <b>7,586</b>  | <b>7,615</b>  | <b>7,535</b>  | <b>7,547</b>  |
| 应付特许使用权           | 9             | 17            | 16            | 16            | 16            |
| 递延税项负债            | 627           | 569           | 540           | 513           | 488           |
| 其他非流动负债           | 1,897         | 1,434         | 1,500         | 1,571         | 1,645         |
| <b>非流动负债总额</b>    | <b>2,533</b>  | <b>2,019</b>  | <b>2,057</b>  | <b>2,100</b>  | <b>2,148</b>  |
| <b>总负债</b>        | <b>9,801</b>  | <b>9,605</b>  | <b>9,672</b>  | <b>9,635</b>  | <b>9,694</b>  |
| <b>股东权益</b>       | <b>24,407</b> | <b>26,104</b> | <b>27,302</b> | <b>28,714</b> | <b>30,249</b> |

（转下页）

| 现金流量表 (百万元) |        |        |        |        |        |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
|             | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
| 经营活动现金流     | 4,688  | 5,268  | 1,658  | 2,456  | 2,020  |
| 投资活动现金流     | -2,449 | -840   | -1,500 | -2,261 | -1,034 |
| 融资活动现金流     | -4,217 | -2,324 | 184    | -345   | -233   |
| 现金变化        | -1,978 | 2,104  | 342    | -150   | 753    |
| 期初持有现金      | 7,382  | 5,444  | 7,499  | 7,811  | 7,632  |
| 汇率变动        | 40     | -49    | -30    | -30    | -30    |
| 期末持有现金      | 5,444  | 7,499  | 7,811  | 7,632  | 8,355  |

| 重点财务数据      |       |       |       |       |       |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
|             | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| <b>盈利能力</b> |       |       |       |       |       |
| 毛利率         | 48.4% | 49.4% | 49.5% | 49.6% | 49.7% |
| 扣非归母净利润率    | 11.5% | 10.5% | 8.1%  | 9.1%  | 9.5%  |
| ROE         | 13.1% | 11.9% | 8.8%  | 9.9%  | 10.3% |
| <b>营运表现</b> |       |       |       |       |       |
| 行销费用/收入(%)  | 37.5% | 37.1% | 40.0% | 39.0% | 38.7% |
| 实际税率(%)     | 25.1% | 26.7% | 26.0% | 26.0% | 26.0% |
| 股息支付率(%)    | 45.0% | 50.0% | 50.0% | 50.0% | 50.0% |
| 库存周转天数      | 63    | 64    | 62    | 62    | 62    |
| 应付账款天数      | 15    | 14    | 14    | 14    | 14    |
| 应收账款天数      | 43    | 43    | 43    | 43    | 43    |
| <b>杠杆比率</b> |       |       |       |       |       |
| 资本负债率       | 28.7% | 26.9% | 26.2% | 25.1% | 24.3% |
| 总资产/股本      | 1.4   | 1.4   | 1.4   | 1.3   | 1.3   |
| 利息覆盖倍数      | 19.5  | 14.5  | 11.9  | 15.0  | 17.3  |

资料来源：公司公告，国证国际预测

## 客户服务热线

香港: 2213 1888

国内: 40086 95517

## 免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途,并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解,分析,预测,推断和期望都是以这些可靠数据为基础,只是代表观点的表达。国证国际,其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断,可随时更改而毋须另行通知。国证国际,其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险,若干投资可能不易变卖,而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标,财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告,而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前,应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工,可能不时地,在相关的法律、规则或规定的许可下(1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券,(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖,(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问,投资银行,或其他金融服务业务关系,(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际,其母公司和/或附属公司的一位或多位董事,高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士,尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国,或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释),国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此,投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突,而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权,任何人不得以任何目的复制,派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

## 规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

## 公司评级体系

## 收益评级:

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上;
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%;
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%;
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%;
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

## 国证国际证券(香港)有限公司

地址: 香港中环交易广场第一座三十九楼

电话: +852-2213 1000

传真: +852-2213 1010