

买入

2025 年 04 月 29 日

2025 年第一季度表现符合预期；维持全年的展望

- **2025 年第一季度营运表现概况：**公司整个平台的零售流水录得低单位数增长。其中线下渠道（包括零售及批发）录得低单位数增长，零售（直接经营）渠道录得低单位数下降，批发（特许经销商）渠道录得低单位数增长；电商业务则录得 10%-20%低段增长（受益于抖音和京东 20-30%的增长）。线下的吊牌价有低单位数的增长，但销量有所减少（受人流的影响）。按月份来看：1 月是好于预期，2 月是符合预期但 3 月则低于预期（部分受天气影响）。儿童表现优于大货；鞋类（高单位数增长）表现优于服装（高单位数下跌）。按品类来看：跑步增长最好（20%+增长），健身也不错；但篮球和运动生活则有双位数下跌。总体折扣率有低单位数的改善，线下有低单位数的改善，线上折扣率也有轻微改善。库销比在 5 倍，新品占比约为 80%。门店数方面：截至 2025 年 3 月 31 日，于中国，李宁销售点数量（不包括李宁 YOUNG）共有 6,088 个（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 1,453 个，净减少 15 个。总体表现符合预期。
- **其他要点：**目前没有看到受贸易战的影响。但 4 月的表现有所倒退，受较弱的消费情绪和天气的影响；折扣也有所加深。集团会继续保持稳定的策略，加强专业资源的投入，提升品牌力和产品力；从而提高核心品类的市场份额。COC 的合作已经正式落地，之后将会开始一系列线上线下的活动。
- **维持 2025 年全年的展望：**预计收入增长保持持平，全年净利润率约在高单位数水平。全年吊牌价应保持平稳，会推出更多高性价比的产品。批发毛利率应持平，总体毛利率将取决于零售折扣的变化。费用方面：今年会加大品牌和产品的投入，及开始于中国奥委会合作；预计费用比率会有所提升。库销比希望在年底能回复到 4-5 倍水平。
- **目标价 18.93 港元，维持买入评级：**2025 年第一季度表现符合预期。由于 2025 年公司需要加大投入，所以今年业绩可能会下滑。但我们相信这些投入能更好地推动集团未来的增长。考虑到公司资产负债状况维持稳健、估值吸引；我们维持买入评级，目标价 18.93 港元，相当于 2026 年每股盈利预测的 15 倍。
- **风险因素：**我们认为以下是一些比较重要的风险：1) 收入增长不及预期、2) 国际品牌的竞争、3) 宏观经济的影响等。

王柏俊

852-25321915

patrick.wong@firstshanghai.com.hk

主要数据

行业	服装纺织
股价	15.00 港元
目标价	18.93 港元 (+24.9%)
股票代码	2331
已发行股本	25.85 亿股
市值	387 亿港元
52 周高/低	23.98/12.47 港元
每股净现值	10.09 人民币
主要股东	非凡中国 (10.53%)

盈利摘要

截止12月31日财政年度	2023实际	2024实际	2025预测	2026预测	2027预测
收入 (百万人民币)	27,598.5	28,675.6	29,012.8	30,573.4	32,454.1
变动 (%)	7.0%	3.9%	1.2%	5.4%	6.2%
净利润 (百万人民币)	3,187	3,013	2,775	3,024	3,285
每股收益 (人民币)	1.22	1.17	1.08	1.17	1.28
变动 (%)	-21.6%	-4.0%	-7.9%	9.0%	8.7%
市盈率 (倍, @ 15港元)	11.6	12.1	13.1	12.0	11.1
每股派息 (人民币)	0.55	0.58	0.54	0.59	0.64
息率 (%)	3.9%	4.1%	3.8%	4.2%	4.5%

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：彭博

附录 1： 主要财务报表

损益表						财务分析					
<人民币> <百万>, 财务年度截至<12月31日>						<人民币> <百万>, 财务年度截至<12月31日>					
	2023年实际	2024年实际	2025年预测	2026年预测	2027年预测		2023年实际	2024年实际	2025年预测	2026年预测	2027年预测
收入	27,598.5	28,675.6	29,012.8	30,573.4	32,454.1	盈利能力					
毛利	13,352.1	14,156.1	14,364.4	15,174.7	16,156.9	毛利率 (%)	48.4%	49.4%	49.5%	49.6%	49.8%
其他业务收入	523.7	154.2	156.0	164.4	174.5	净利率 (%)	10.7%	10.4%	9.6%	9.9%	10.1%
销售及管理费用	(10,336.3)	(10,626.8)	(11,099.9)	(11,620.5)	(12,270.5)						
营运收入	3,559.1	3,678.2	3,415.2	3,718.5	4,060.9	营运表现					
利息费用	(70.0)	(70.0)	(70.0)	(70.0)	(70.0)	SG&A/收入 (%)	37.5%	37.1%	38.3%	38.0%	37.8%
利息收入	160.0	203.1	183.5	219.2	234.2	有效税率 (%)	26.6%	27.0%	26.7%	26.7%	26.7%
联营公司	378.0	256.3	256.3	256.3	256.3	派息比率 (%)	44.9%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%
税前盈利	4,027.1	4,067.6	3,785.0	4,124.1	4,481.4	库存周转	58	58	58	58	58
所得税	(1,069.2)	(1,096.7)	(1,010.1)	(1,100.6)	(1,195.9)	应付账款天数	42	42	42	42	42
净利润	2,957.9	2,970.9	2,774.9	3,023.5	3,285.5	应收账款天数	14	14	14	14	14
折旧及摊销	1,015.5	814.9	1,286.4	1,407.7	1,504.9						
EBITDA	4,574.6	4,493.1	4,701.6	5,126.2	5,565.9	财务状况					
						负债/资产	0.29	0.27	0.32	0.29	0.27
增长						收入/总资产	0.81	0.80	0.95	0.89	0.84
总收入 (%)	7.0%	3.9%	1.2%	5.4%	6.2%	总资产/股本	1.40	1.37	1.46	1.41	1.37
每股收益 (%)	-21.6%	-4.0%	-7.9%	9.0%	8.7%	利息保障倍数	50.84	52.55	48.79	53.12	58.01

资产负债表						现金流量表					
<人民币> <百万>, 财务年度截至<12月31日>						<人民币> <百万>, 财务年度截至<12月31日>					
	2023年实际	2024年实际	2025年预测	2026年预测	2027年预测		2023年实际	2024年预测	2025年预测	2026年预测	2027年预测
现金	5,443.9	8,052.0	9,881.4	10,899.8	12,744.7	EBITDA	4574.6	4493.1	4701.6	5126.2	5565.9
应收账款	1,205.5	1,004.6	1,112.8	1,172.7	1,244.8	调整项	1706.4	448.0	1055.0	1409.6	1925.6
存货	2,493.2	2,598.2	2,140.6	2,753.3	2,426.1	营运资金变化	(438.0)	725.0	445.8	(377.0)	609.0
其他流动资产	4,510.4	8,873.4	1,162.5	1,162.5	1,162.5	所得税	(1155.1)	(1268.6)	(1010.1)	(1100.6)	(1195.9)
总流动资产	13,653.0	20,528.2	14,297.2	15,988.2	17,578.1	营运现金流	4687.9	4397.4	5192.3	5058.3	6904.6
固定资产	4,123.9	4,610.5	5,224.0	5,716.4	6,111.4						
无形资产	220.9	234.7	55.7	46.9	39.5	资本开支	(1904.9)	(1301.4)	(1900.0)	(1900.0)	(1900.0)
长期投资及其他	16,210.0	10,335.0	11,122.0	12,760.5	14,965.7	其他投资活动	(544.2)	(120.5)	(604.8)	(925.3)	(1427.7)
总资产	34,207.8	35,708.4	30,698.9	34,512.0	38,694.8	投资活动现金流	(2449.1)	(1421.9)	(2504.8)	(2825.3)	(3327.7)
应付帐款	1,789.8	1,625.1	1,685.6	1,771.9	1,875.3	负债变化	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他应付账款	3,255.7	4,049.4	4,085.4	4,294.6	4,545.2	股本变化	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他短期负债	2,223.0	1,911.4	1,911.4	1,911.4	1,911.4	其他融资活动	(4217.0)	(367.4)	(858.3)	(1214.6)	(1731.9)
总短期负债	7,268.5	7,585.9	7,682.3	7,977.9	8,331.9	融资活动现金流	(4217.0)	(367.4)	(858.3)	(1214.6)	(1731.9)
租赁负债	1,825.3	1,384.5	1,384.5	1,384.5	1,384.5						
其他负债	707.4	634.2	634.2	634.2	634.2	现金变化	(1978.1)	2608.2	1829.3	1018.4	1844.9
总负债	9,801.2	9,604.7	9,701.1	9,996.7	10,350.7	汇兑损失	39.8	0.0	0.0	0.0	0.0
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	期初持有现金	7382.2	5443.9	8052.0	9881.4	10899.8
股东权益	24406.6	26103.7	20997.8	24515.3	28344.2	期末持有现金	5443.9	8052.0	9881.4	10899.8	12744.7

数据来源：公司资料、第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话：(852) 2522-2101
传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。