

纺织服饰

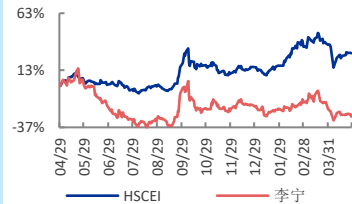
2025 年 04 月 30 日

报告原因：有业绩公布需要点评
增持（维持）

市场数据：2025 年 04 月 29 日

收盘价（港币）	14.62
恒生中国企业指数	8067.94
52 周最高/最低（港币）	24.60/12.56
H 股市值（亿港元）	377.90
流通 H 股（百万股）	2,584.80
汇率（人民币/港币）	1.0770

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

证券分析师

王立平 A0230511040052
wanglp@swsresearch.com
刘佩 A0230523070002
liupe@swsresearch.com

研究支持

刘佩 A0230523070002
liupe@swsresearch.com

联系人

刘佩
(8621)23297818x
liupe@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

李宁

(02331)

——一季度销售稳健复苏，折扣改善、库存健康

投资要点：

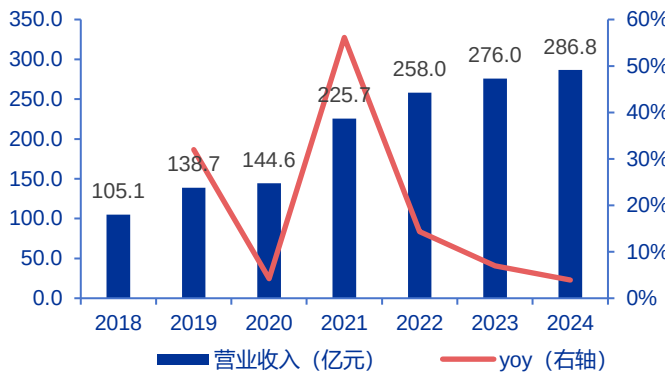
- **李宁发布 2025 年一季度运营数据，销售延续稳健复苏。**25Q1 李宁品牌（不含李宁童装）全渠道流水同比增长低单位数，童装表现好于大货，一季度流水高单位数增长。整体需求延续稳健复苏趋势，表现符合预期。从不同渠道看，一季度批发渠道流水同比增长低单位数，电商流水增长 10%-20%低段，直营流水同比下降低单位数，主要是因为渠道结构优化，24 年直营店数量减少。24 年公司直营门店数净减少 201 家至 1297 家，下降幅度约为 13%，在门店数量双位数下滑的情况下，一季度直营流水仅为低单位数下滑，表明直营店的平均单店产出仍在提升，渠道结构优化效果逐渐体现。
- **分品类看，鞋类收入持续增长，跑步流水增长强劲。**25Q1 鞋类增长约高单位数，快于服装，服装流水预计略微下降。鞋类中跑鞋品类延续亮眼表现，在专业跑者中获得广泛认可，24 年超轻、赤兔、飞电三大核心跑鞋 IP 年销量破 1060 万双，专业心智持续渗透。25Q1 跑步品类流水增长超过 20%，延续亮眼表现，一季度跑鞋产品上新、北京半程马拉松的赞助等均对于跑鞋销售有所拉动，全年预计跑步品类仍能延续较快增长。篮球和运动生活预计约双位数下降，目前仍在调整中。户外品类在行业高景气及新品持续推出下增长亮眼。
- **分渠道看，一季度门店仍在优化调整，全年渠道规划不变。**截止到一季度末，李宁牌（不含李宁 YOUNG）共计 6088 个门店，相比年初净减少 29 个，其中，直营 1291 家，减少 6 家，批发 4797 个，减少 23 家。李宁 YOUNG 销售点共计 1453 个，比年初净减少 15 个。一季度一般而言仍为店铺调整的阶段，门店数量收缩为正常现象，全年的渠道的规划保持不变。预计直营净关 10-20 家，批发净开 30-40 家，童装净开 100 家左右。
- **运营层面，一季度折扣同比改善，库存保持健康。**截止到一季度末，库销比约为 5 个月，新品占比 80%以上，库存结构健康，库销比目标到年底维持在 4-5 个月左右。一季度折扣同比改善低单位数，其中，直营、批发为低单位数改善，电商渠道也略微提升。
- **展望 25 年，公司将继续加大品牌建设及产品创新，提升中长期竞争力。**25 年公司将加大品牌营销，年初正式官宣成为 2025 年-2028 年中国奥委会及中国体育代表团官方体育服装合作伙伴，25 年将借助该合作加大品牌营销，提振品牌影响力与专业形象。同时将强化产品的研发投入，推出新的鞋类科技，扩大核心科技的应用范围，打造更符合消费者需求的专业产品。预计 25 年研发费用及营销费用率均有所上升。综合考虑上述影响后，公司维持全年业绩指引，预计 25 年收入持平，净利润率为高单位数。
- **公司持续深耕运动赛道，品牌资产独一无二，产品研发与爆款打造能力较强，渠道优化提升效率，看好未来发展。**品牌认可度在年轻消费群体中不断提升，核心产品持续引领生意增长，户外等新品类拓展有望贡献增量。维持 25-27 年盈利预测，预计 25-27 年归母净利润分别为 24.8/26.4/27.8 亿元，对应 PE 分别为 14/13/13 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**消费恢复低于预期，存货风险增加；市场竞争加剧风险。

财务数据及盈利预测

货币单位：人民币	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	276	287	288	301	312
同比增长率（%）	7%	4%	0%	4%	4%
归母净利润（亿元）	31.9	30.1	24.8	26.4	27.8
同比增长率（%）	-22%	-5%	-18%	7%	5%
每股收益（元/股）	1.23	1.17	0.96	1.02	1.08
毛利率（%）	48.4%	49.4%	49.4%	49.6%	49.6%
市盈率	11	12	14	13	13

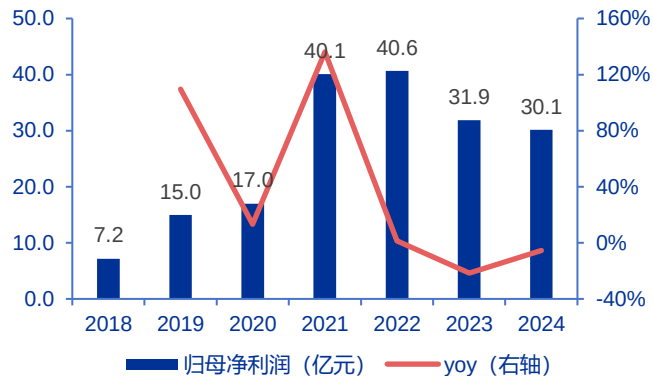
注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

图 1: 24 年营收 286.8 亿元, 同比增长 4%



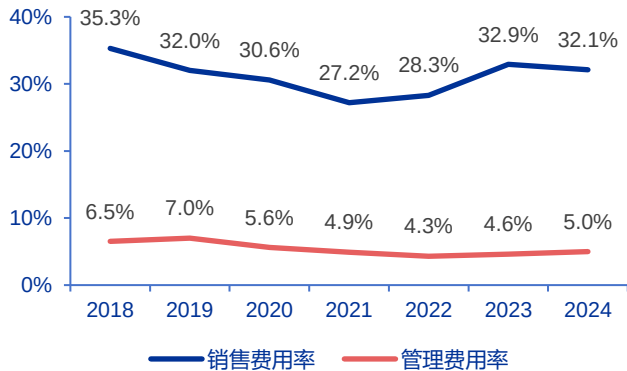
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 2: 24 年归母净利润 30.1 亿元, 同比下滑 5%



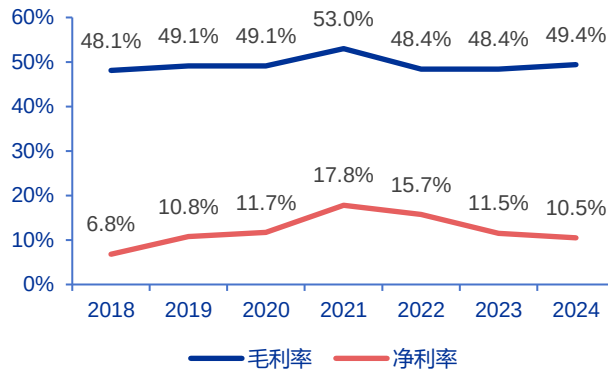
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 3: 24 年销售费用率下降 0.8pct 至 32.1%, 管理费用率上升 0.4pct 至 5%



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 4: 24 年毛利率上升 1pct 至 49.4%, 净利率减少 1pct 至 10.5%



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

表 1: 公司分季度零售额表现

季度流水增速	Q1	Q2	Q3	Q4	全年同店增速
整体表现	中单位数	10-20%低段	中单位数	20%-30%低段增长	下滑低单位数
线下	高单位数	10-20%低段	高单位数	20-30%高段	
2023 直营	10%-20%中段	20-30%低段	20-30%低段	50%-60%低段增长	10%到 20%低段
批发	中单位数	高单位数增加	低单位数增加	10%-20%高段增长	下滑低单位数
线上	10%-20%低段下滑	低单位数增加	低单位数下降	中单位数增长	下滑高单位数
整体表现	低单位数增长	低单位数下降	中单位数下降	高单位数增长	
线下	低单位数下降	中单位数下降	高单位数下降	中单位数增长	
2024 直营	中单位数增长	持平	中单位数下降	低单位下降	
批发	中单位数下降	高单位数下降	高单位数下降	中单位数增长	
线上	20%-30%低段增长	高单位数增长	中单位数增长	10%-20%中段增长	
整体表现	低单位数增长				
线下	低单位数增长				
2025 直营	低单位数下降				
批发	低单位数增长				
线上	10%-20%低段增长				

注: 流水为李宁牌, 不包含李宁 YOUNG; 全年的增速为同店增速, 资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

合并损益表

百万元 (人民币)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	27598	28676	28781	30075	31203
营业成本	-14241	-14520	-14565	-15165	-15737
毛利	13357	14156	14215	14909	15467
销售费用	-8611	-9199	-9613	-10015	-10391
管理费用	-1270	-1428	-1727	-1804	-1810
金融资产减值损失转回-净额	0	0	0	0	0
其他收入及收益-净额	524	154	154	154	154
营业利润	3559	3678	3025	3239	3415
财务收入/(费用)净额	320	175	176	184	191
以权益法核算的投资收益/(损益)	378	256	100	100	100
除税前溢利	4257	4110	3300	3523	3706
所得税	-1064	-1097	-825	-881	-926
持续经营净利润	3187	3013	2475	2642	2779
已终止经营净利润	0	0	0	0	0
净利润	3187	3013	2475	2642	2779

资料来源：公司公告，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhyse.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhyse.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhyse.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhyse.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhyse.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhyse.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。