

李宁 (02331.HK)

第二季度流水增长低单位数，库销比环比改善

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 6 月 30 日止第二季度，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）录得低单位数下降，其中零售（直接经营）渠道录得中单位数下降，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中单位数增长。2、**销售点数量：**截至 2025 年 6 月 30 日，于中国，李宁销售点数量（不包括李宁 YOUNG）共计 6099 个，较上一季末净增加 11 个，本年迄今净减少 18 个，其中零售业务净减少 19 个，批发业务净增加 1 个。李宁 YOUNG 销售点数量共计 1435 个，较上一季末净减少 18 个，本年迄今净减少 33 个。

国信纺织观点：1) **2025 第二季度：**第二季度李宁大货流水增长低单位数，较第一季度有所放缓，其中电商流水增长中单位数，折扣承压，库销比环比改善至 4 个月；2) **营销端围绕杨瀚森、奥运两条主线：**全年营销费用率预计维持低双位数水平的指引，下半年费率将显著高于上半年；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 年二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；在需求疲软、行业促销和竞争压力增加情况下，折扣率承压，但库销比实现改善；下半年预计折扣仍有压力，同时伴随营销投入加大、短期盈利承压，但长期我们看好公司专业运动品牌心智的增强、进而带动规模增长。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 第二季度：**第二季度李宁大货流水增长低单位数，较第一季度有所放缓，其中电商流水增长中单位数，折扣承压，库销比环比改善至 4 个月

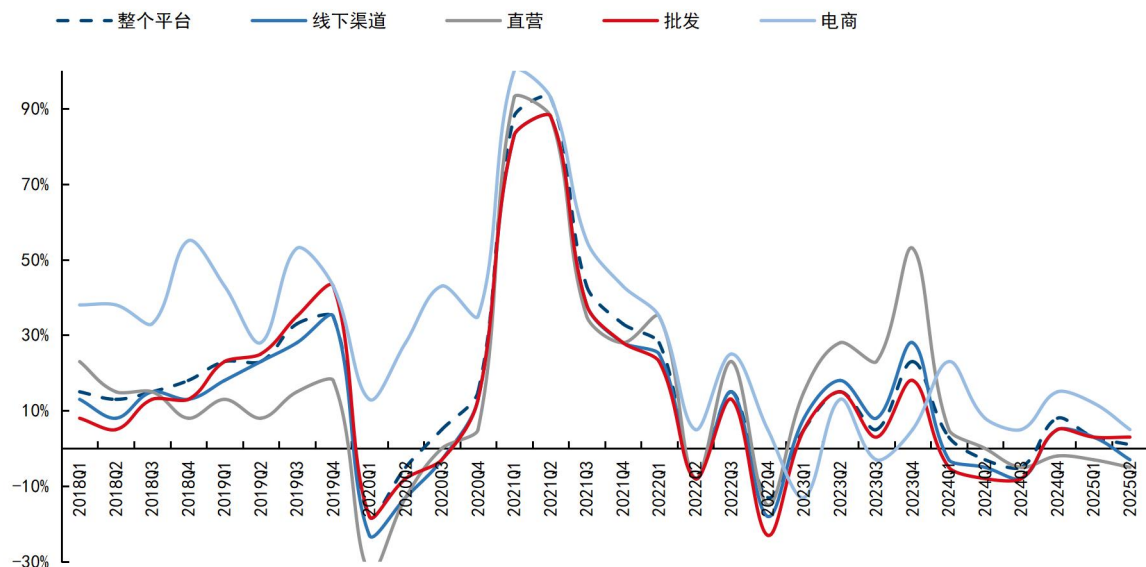
1、**流水：**第二季度李宁大货流水增长低单位数，环比放缓，电商表现好于线下。李宁大货实现整体流水增长低单位数，其中零售/批发/电商分别实现中单下降/低单增长/中单增长。直营表现弱于批发主要受渠道数量同比有较大收缩影响。分品类看，跑步、健身产品领跑大盘，预计有高单位数增长。

第二季度末李宁大货直营门店环比上季度末净减少 13 个至 1278 个，同比-217 个；批发门店环比上季度末净增加 24 个至 4821 个，同比+77 个。

2、**零售折扣和库销比：**折扣承压，库销比环比改善至 4 个月。1) **零售折扣：**二季度线上线下折扣同比加深低单位数，折扣压力较大。2) **库销比：**截至 6 月底，全渠道库销比为 4 个月，环比 3 月末的 5 个月有所改善，略高于去年同期，处于健康可控的水平。

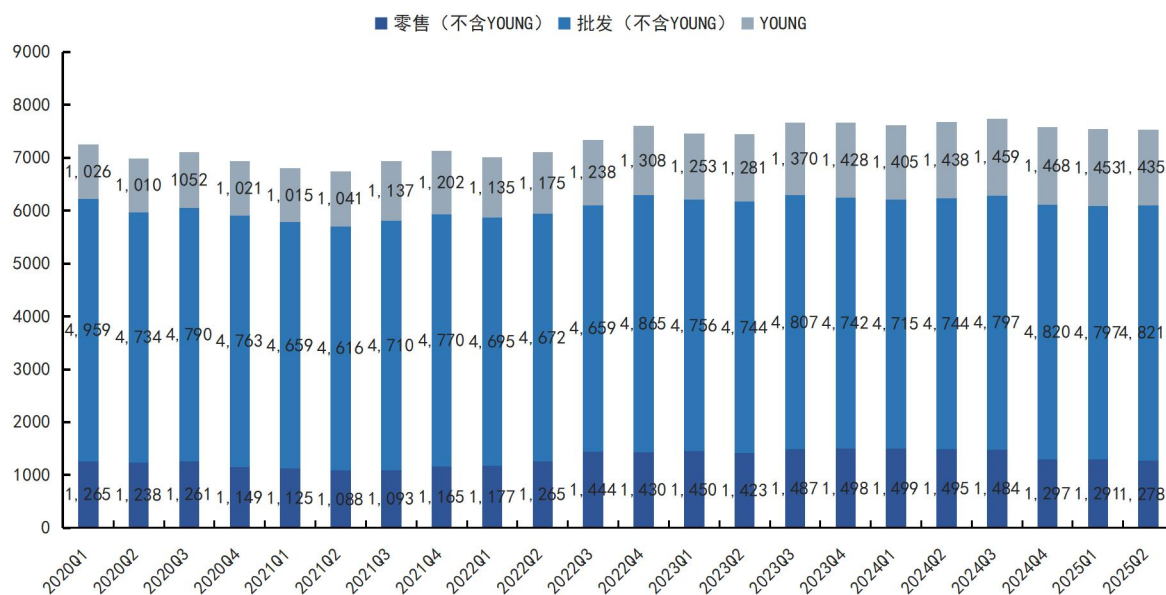
3、**营销端围绕两条主线：**1) **NBA（杨瀚森）：**围绕其 NBA 首赛季（夏季联赛→10 月开赛→2026 全明星）推出限量产品+个人 LOGO，球员与品牌双向赋能，虽然短期难逆转篮球大盘颓势。2) **奥运（COC）：**以“奥运+科技”为核心，推出荣耀系列产品线；营销辐射全品类，目前处于储备阶段。3) **营销费用率：**全年维持低双位数水平的指引，下半年费率将显著高于上半年。

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

◆ 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 年二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；在需求疲软、行业促销和竞争压力增加情况下，折扣率承压，但库销比实现改善；下半年预计折扣仍有压力，同时伴随营销投入加大、短期盈利承压，但长期我们看好公司专业运动品牌心智的增强、进而带动规模增长。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)	12.1	12.8	15.4	13.7	12.7
EV/EBITDA	10.5	9.5	15.1	13.1	12.0
市净率(PB)	1.59	1.48	1.41	1.34	1.28

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 2025E	2026E	2024A	PE 2025E	2026E	g 2023-2026	PEG 2025
2331. HK	李宁	优于大市	14.97	1.17	0.97	1.09	12.8	15.4	13.7	-3.9%	-3.96
可比公司											
2020. HK	安踏体育	优于大市	82.67	4.25	4.80	5.51	19.5	17.2	15.0	14.7%	1.17
1368. HK	特步国际	优于大市	4.99	0.45	0.51	0.54	11.1	9.8	9.2	13.4%	0.73
1361. HK	361度	优于大市	4.60	0.56	0.63	0.71	8.2	7.3	6.5	15.6%	0.47

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）-第一季度流水增长低单位数，折扣率同比改善》——2025-04-29
- 《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

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
流动资产合计	13653	20528	21409	23166	25196	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
资产总计	34208	35708	37098	38810	40735	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	利润总额	4256	4110	3369	3840	4157
其他流动负债	4436	5010	5123	5302	5563	所得税费用	1069	1097	862	1011	1112
流动负债合计	7268	7586	7722	8019	8422	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	归属于母公司净利润	3187	3013	2508	2829	3045
其他长期负债	2533	2019	2019	2019	2019						
长期负债合计	2533	2019	2019	2019	2019	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	9801	9605	9741	10038	10441	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
负债和股东权益总计	34208	35708	37098	38810	40735	公允价值变动损失	(20)	5	0	0	0
						财务费用	(319)	(175)	(111)	(97)	(103)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	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	经营活动现金流	4721	(4979)	9338	3817	4138
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%	投资活动现金流	(3421)	7766	(1500)	(1000)	(1000)
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%	融资活动现金流	(3238)	(733)	(1254)	(1414)	(1522)
资产负债率	29%	27%	26%	26%	26%	现金净变动	(1938)	2055	6584	1403	1615
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 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 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