

消费

收盘价 目标价 潜在涨幅  
港元 16.06 港元 16.28个 +1.4%

2025年7月15日

## 李宁 (2331 HK)

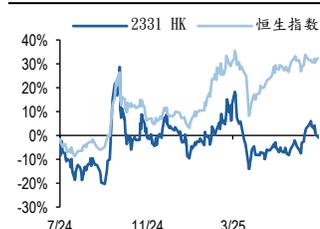
### 2 季度流水缓慢恢复，不确定性仍存

- ⊕ **2 季度销售趋势走弱，略低于公司预期：**根据公司公告，2025 年 2 季度李宁品牌（不包括李宁 YOUNG）全平台录得同比低单位数零售流水增长。管理层表示，2 季度的复苏趋势环比 1 季度走弱，略低于公司此前预期；此外，7 月以来公司的流水和折扣仍然承压。整体来看，我们认为公司下半年销售恢复趋势仍将缓慢，因此，基于更加谨慎的销售预期，我们下调 2025-27 年的净利润预测，给予目标价 16.28 港元，维持**中性**评级。我们认为公司目前估值已充分反应了当前阶段的稳健经营策略和销售恢复前景。
- ⊕ **2 季度线下渠道仍然疲软，库存健康但折扣压力加大：**分渠道来看，2 季度线上渠道的流水表现优于线下渠道，电商渠道录得同比中单位数的增长，而线下渠道录得低单位数的同比下降。相对来说，批发渠道的流水表现好于零售渠道，线下批发/零售渠道分别录得同比低单位数增长/中单位数下跌。公司表示，2 季度末库销比恢复到了 4 个月的水平，相对健康；但全渠道折扣同比低单位数加深，我们相信持续的行业促销将给公司的毛利率带来压力，因此我们预期 2025 年的毛利率将同比小幅下降。
- ⊕ **基于更谨慎的销售假设，我们下调了公司 2025-27 年的盈利预测，维持中性评级：**2 季度以来，我们看到行业整体复苏偏软、促销氛围浓厚（如 618 活动）。因此，我们认为公司下半年流水复苏仍面临逆风，我们下调 2025-27 年收入预测 0.3-5.8 个百分点至 290.0-309.5 亿元人民币。考虑到行业竞争以及持续的促销力度，我们调低了 2025-27 年的毛利率/净利率预测 0.1-0.5 个百分点/0.8-1.0 个百分点，下调 2025-27 年净利润至 26.8-34.0 亿元人民币。我们维持 13 倍目标市盈率不变，采用 2026 年预测每股净利润（由 2025 年滚动）计算，给予公司未来十二个月目标价 16.28 港元，维持**中性**评级。

#### 个股评级

**中性**

#### 1 年股价表现



资料来源: FactSet

#### 股份资料

52周高位 (港元)	20.85
52周低位 (港元)	12.92
市值 (百万港元)	41,361.89
日均成交量 (百万)	31.96
年初至今变化 (%)	(2.43)
200天平均价 (港元)	16.03

资料来源: FactSet

#### 肖凯希

cathy.xiao@bocomgroup.com  
(852) 3766 1856

#### 钱昊

Alan.Qian@bocomgroup.com  
(852) 3766 1853

#### 财务数据一览

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入 (百万人民币)	27,598	28,676	29,007	30,103	30,945
同比增长 (%)	7.0	3.9	1.2	3.8	2.8
净利润 (百万人民币)	3,187	3,013	2,678	2,990	3,402
每股盈利 (人民币)	1.23	1.17	1.04	1.16	1.32
同比增长 (%)	-20.7	-5.1	-11.1	11.7	13.8
前EPS预测值 (人民币)			1.15	1.31	1.50
调整幅度 (%)			-9.9	-11.4	-12.1
市盈率 (倍)	11.9	12.5	14.1	12.6	11.1
每股账面净值 (人民币)	9.44	10.14	10.65	11.24	11.90
市账率 (倍)	1.55	1.45	1.38	1.31	1.23
股息率 (%)	3.8	4.0	3.5	4.0	4.5

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

**门店仍处于小幅优化阶段：**门店方面，线下门店数量还在小幅调整当中，截至 2025 年 2 季度末，李宁品牌（不含李宁 YOUNG）的门店数量较 1 季度末/2024 年末分别增加 11/减少 18 家，主要来自直营门店的收缩；李宁 YOUNG 的门店数量也较 1 季度末/2024 年末分别净减少了 18/33 家。

**品类增长延续 1 季度趋势，小众运动品类增长较好：**公司表示，2 季度品类增长大致延续了 1 季度的趋势，具体来看：2 季度跑步和健身品类继续领跑，而篮球品类仍面临压力，同比降幅超过 20%；此外，户外、网球、匹克球等小众运动品类销售表现普遍较好。

图表 1：盈利预测变化

人民币百万	2025E			2026E			2027E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	29,007	29,080	-0.3%	30,103	30,809	-2.3%	30,945	32,855	-5.8%
中国内地	28,435	28,508	-0.3%	29,502	30,208	-2.3%	30,315	32,224	-5.9%
直营	7,020	7,020	0.0%	7,230	7,371	-1.9%	7,375	7,813	-5.6%
批发	12,933	12,904	0.2%	13,450	13,549	-0.7%	13,854	14,362	-3.5%
电商	8,482	8,584	-1.2%	8,822	9,288	-5.0%	9,086	10,049	-9.6%
海外	572	572	0.0%	601	601	0.0%	631	631	0.0%
毛利	14,242	14,409	-1.2%	14,837	15,334	-3.2%	15,435	16,427	-6.0%
毛利率	49.1%	49.5%	-0.4ppt	49.3%	49.8%	-0.5ppt	49.9%	50.0%	-0.1ppt
经营利润	3,031	3,617	-16.2%	3,401	4,110	-17.3%	3,885	4,755	-18.3%
经营利润率	10.4%	12.4%	-2.0ppts	11.3%	13.3%	-2.0ppts	12.6%	14.5%	-1.9ppt
归母净利润	2,678	2,971	-9.9%	2,990	3,375	-11.4%	3,402	3,871	-12.1%
净利润率	9.2%	10.2%	-1.0ppt	9.9%	11.0%	-1.0ppt	11.0%	11.8%	-0.8ppt

资料来源：交银国际预测

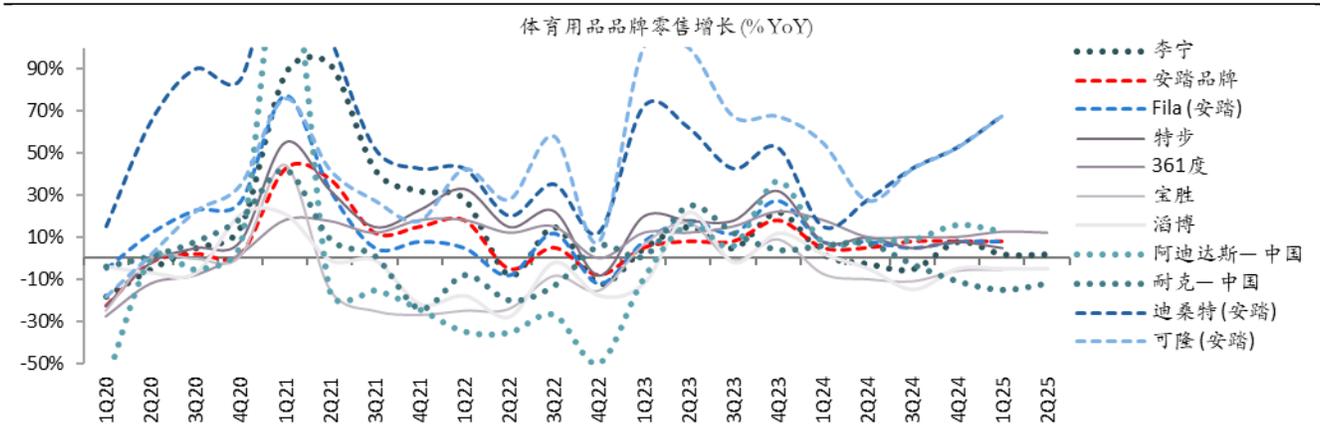
图表 2：核心收入假设

关键假设 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	27,598	28,676	29,007	30,103	30,945
同比	7.0%	3.9%	1.2%	3.8%	2.8%
中国地区收入	27,067	28,145	28,435	29,502	30,315
同比	6.8%	4.0%	1.0%	3.8%	2.8%
门店数量(家)：					
直营	1,498	1,297	1,282	1,292	1,302
批发	4,742	4,820	4,855	4,860	4,865
李宁 YOUNG	1,428	1,468	1,568	1,588	1,608
总计	7,668	7,585	7,705	7,740	7,775
海外地区收入	532	531	572	601	631
同比	16.6%	-0.1%	7.8%	5.0%	5.0%
毛利率	48.4%	49.4%	49.1%	49.3%	49.9%
经营利润率	12.9%	12.8%	10.4%	11.3%	12.6%
净利润率	11.5%	10.5%	9.2%	9.9%	11.0%

资料来源：公司资料，交银国际预测

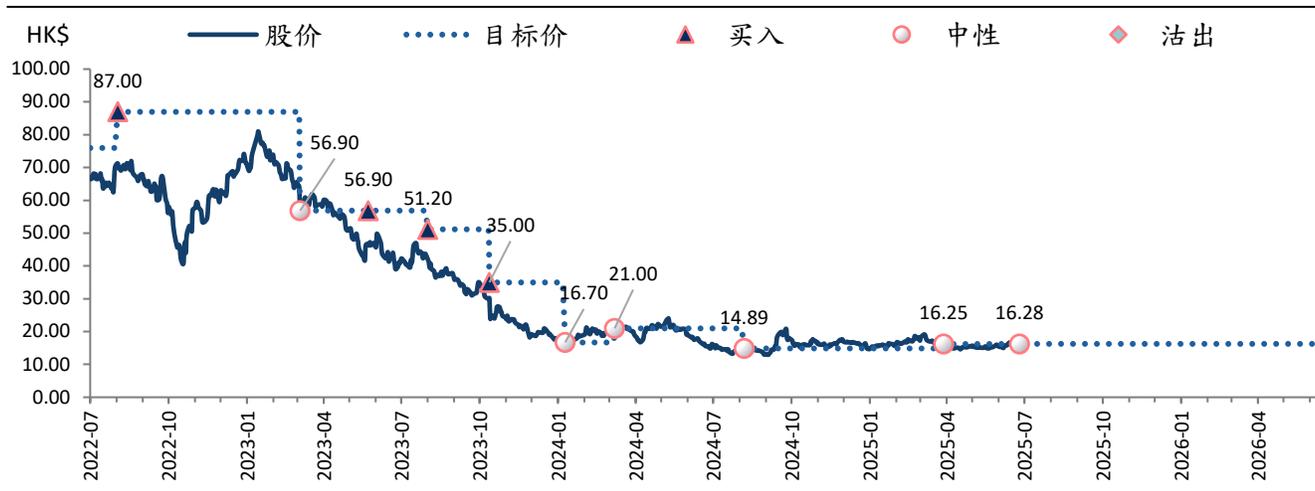
## 行业数据-体育用品同行比较

图表 3：体育用品品牌季度零售增长



资料来源：各公司资料，交银国际

图表 4：李宁 (2331 HK) 目标价及评级



资料来源：FactSet，交银国际预测

图表 5：交银国际消费行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/ 评级发表日期	子行业
9992 HK	泡泡玛特	买入	260.40	300.00	15.2%	2025 年 06 月 25 日	潮流玩具
291 HK	华润啤酒	买入	27.40	34.47	25.8%	2025 年 03 月 21 日	啤酒
1876 HK	百威亚太	买入	8.44	9.78	15.9%	2025 年 02 月 26 日	啤酒
2319 HK	蒙牛乳业	买入	16.36	19.93	21.8%	2025 年 07 月 09 日	乳业
600887 CH	伊利股份	买入	27.49	33.30	21.1%	2024 年 11 月 06 日	乳业
600597 CH	光明乳业	买入	8.55	12.30	43.9%	2023 年 09 月 05 日	乳业
6186 HK	中国飞鹤	中性	4.59	4.00	-12.9%	2024 年 09 月 02 日	乳业
600882 CH	妙可蓝多	中性	28.18	13.40	-52.4%	2024 年 08 月 27 日	乳业
1112 HK	健合国际	中性	11.16	10.40	-6.8%	2023 年 08 月 24 日	乳业
2313 HK	申洲国际	买入	56.90	116.00	103.9%	2024 年 03 月 27 日	纺织服装
6690 HK	海尔智家	买入	24.05	36.52	51.8%	2025 年 04 月 03 日	家电
000333 CH	美的集团	买入	73.10	87.22	19.3%	2025 年 04 月 02 日	家电
000651 CH	格力电器	买入	47.25	52.96	12.1%	2024 年 04 月 30 日	家电
1044 HK	恒安国际	中性	23.45	22.64	-3.5%	2025 年 03 月 26 日	个护家清
9922 HK	九毛九	中性	2.90	2.59	-10.8%	2025 年 07 月 08 日	餐厅
9896 HK	名创优品	买入	35.40	46.42	31.1%	2025 年 03 月 24 日	零售
2020 HK	安踏	买入	88.70	113.30	27.7%	2025 年 03 月 20 日	运动品牌
2331 HK	李宁	中性	16.06	16.28	1.4%	2025 年 07 月 08 日	运动品牌
3813 HK	宝胜国际	买入	0.52	0.90	73.9%	2025 年 03 月 12 日	体育用品经销商
6110 HK	滔搏国际	中性	3.08	2.98	-3.3%	2025 年 06 月 26 日	体育用品经销商

资料来源：FactSet，交银国际预测，截至 2025 年 7 月 14 日

2025年7月15日

李宁 (2331 HK)

## 财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	27,598	28,676	29,007	30,103	30,945
主营业务成本	(14,246)	(14,520)	(14,765)	(15,266)	(15,510)
<b>毛利</b>	<b>13,352</b>	<b>14,156</b>	<b>14,242</b>	<b>14,837</b>	<b>15,435</b>
销售及管理费用	(9,793)	(10,478)	(11,211)	(11,436)	(11,550)
<b>经营利润</b>	<b>3,559</b>	<b>3,678</b>	<b>3,031</b>	<b>3,401</b>	<b>3,885</b>
财务成本净额	319	175	281	327	391
其他非经营净收入/费用	378	256	256	256	256
<b>税前利润</b>	<b>4,256</b>	<b>4,110</b>	<b>3,568</b>	<b>3,984</b>	<b>4,533</b>
税费	(1,069)	(1,097)	(890)	(994)	(1,131)
非控股权益	(0)	0	0	0	0
<b>净利润</b>	<b>3,187</b>	<b>3,013</b>	<b>2,678</b>	<b>2,990</b>	<b>3,402</b>

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	5,444	7,499	8,191	9,162	10,572
有价证券	1	23	23	23	23
应收账款及票据	1,206	1,005	1,016	1,055	1,084
存货	2,493	2,598	2,602	2,774	2,903
其他流动资产	4,510	9,404	9,417	9,460	9,494
<b>总流动资产</b>	<b>13,653</b>	<b>20,528</b>	<b>21,249</b>	<b>22,473</b>	<b>24,076</b>
投资物业	1,560	2,914	2,914	2,914	2,914
物业、厂房及设备	4,124	4,610	5,278	5,743	5,982
无形资产	221	235	262	279	287
其他长期资产	14,650	7,421	7,419	7,417	7,415
<b>总长期资产</b>	<b>20,555</b>	<b>15,180</b>	<b>15,873</b>	<b>16,354</b>	<b>16,598</b>
<b>总资产</b>	<b>34,208</b>	<b>35,708</b>	<b>37,121</b>	<b>38,827</b>	<b>40,674</b>
短期贷款	0	0	0	0	0
应付账款	5,046	5,675	5,749	5,960	6,106
其他短期负债	2,223	1,911	1,911	1,911	1,911
<b>总流动负债</b>	<b>7,268</b>	<b>7,586</b>	<b>7,660</b>	<b>7,871</b>	<b>8,017</b>
长期贷款	0	0	0	0	0
长期应付账款	9	17	17	17	17
其他长期负债	2,524	2,002	2,002	2,002	2,002
<b>总长期负债</b>	<b>2,533</b>	<b>2,019</b>	<b>2,019</b>	<b>2,019</b>	<b>2,019</b>
<b>总负债</b>	<b>9,801</b>	<b>9,605</b>	<b>9,679</b>	<b>9,890</b>	<b>10,036</b>
股本	9,374	8,956	8,956	8,956	8,956
储备及其他资本项目	15,032	17,147	18,486	19,981	21,682
<b>股东权益</b>	<b>24,407</b>	<b>26,104</b>	<b>27,442</b>	<b>28,937</b>	<b>30,638</b>
非控股权益	0	0	0	0	0
<b>总权益</b>	<b>24,407</b>	<b>26,104</b>	<b>27,442</b>	<b>28,937</b>	<b>30,638</b>

资料来源：公司资料，交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	4,342	4,287	3,568	3,984	4,533
折旧及摊销	1,046	1,131	1,438	1,726	2,022
营运资本变动	(31)	444	46	(43)	(46)
税费	(1,155)	(1,274)	(890)	(994)	(1,131)
其他经营活动现金流	(139)	514	0	0	0
<b>经营活动现金流</b>	<b>4,063</b>	<b>5,102</b>	<b>4,162</b>	<b>4,673</b>	<b>5,377</b>
资本开支	(1,927)	(3,244)	(2,130)	(2,207)	(2,266)
其他投资活动现金流	(545)	1,838	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(2,602)</b>	<b>(1,293)</b>	<b>(2,130)</b>	<b>(2,207)</b>	<b>(2,266)</b>
负债净变动	0	0	0	0	0
权益净变动	7	4	0	0	0
股息	(2,174)	(1,765)	(1,339)	(1,495)	(1,701)
其他融资活动现金流	0	0	0	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>(4,201)</b>	<b>(2,296)</b>	<b>(1,339)</b>	<b>(1,495)</b>	<b>(1,701)</b>
汇率收益/损失	40	(49)	0	0	0
<b>年初现金</b>	<b>7,382</b>	<b>5,444</b>	<b>7,499</b>	<b>8,191</b>	<b>9,162</b>
<b>年末现金</b>	<b>5,444</b>	<b>7,499</b>	<b>8,191</b>	<b>9,162</b>	<b>10,572</b>

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>每股指标 (人民币)</b>					
核心每股收益	1.232	1.170	1.040	1.161	1.321
全面摊薄每股收益	1.227	1.165	1.036	1.156	1.316
每股股息	0.554	0.585	0.520	0.580	0.660
每股账面值	9.436	10.135	10.655	11.235	11.896
<b>利润率分析 (%)</b>					
毛利率	48.4	49.4	49.1	49.3	49.9
EBITDA利润率	20.9	19.9	18.3	19.8	21.9
EBIT利润率	12.9	12.8	10.4	11.3	12.6
净利率	11.5	10.5	9.2	9.9	11.0
<b>盈利能力 (%)</b>					
ROA	9.4	8.6	7.4	7.9	8.6
ROE	13.1	11.9	10.0	10.6	11.4
ROIC	12.8	11.7	9.8	10.4	11.2
<b>其他</b>					
净负债权益比 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	1.9	2.7	2.8	2.9	3.0
存货周转天数	63.0	64.0	64.3	64.3	66.8
应收账款周转天数	27.5	27.8	27.1	26.8	26.9
应付账款周转天数	43.2	42.9	40.5	40.2	40.5

## 交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 9 楼  
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

### 评级定义

#### 分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

#### 分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
  - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
  - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

## 分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

## 有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康(南京)科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、拨康视云制药有限公司及富卫集团有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。