

李宁 (02331.HK)

强烈推荐 (维持)

25Q2 流水增速放缓，盈利能力承压

25Q2 李宁终端流水低单位数增长，折扣承压；考虑到当前市场消费需求疲软&市场竞争加剧，管理层保持 2025 年收入持平指引，但预计盈利能力会下降；预计 2025-2027 年净利润规模分别为 23.8 亿元、25.3 亿元、27.2 亿元，同比增速为-21%、7%、7%，当前股价对应 25PE15.5X，维持强烈推荐评级。

□ **流水增速放缓**：25Q2 李宁整体流水增长低单位数，线下低单位数下滑，其中直营中单位下滑，批发低单位数增长，线上中单位数增长。

1) **分品类流水情况**：25Q2 跑步和健身高单位数增长，运动生活持平 (25H1 下滑)，篮球有 20%下滑，户外等小品类增长比较好。

2) **分渠道流水**：25Q2 低层级市场流水好于高层级市场，奥莱店流水表现比正价店好。

□ **折扣及库存**：由于终端流水增速放缓+公司清库需要，25Q2 折扣压力较大，下半年折扣仍有压力。但目前库存相对健康。李宁全渠道存货周转率降到 4 个月左右。

□ **产品端**：在产品功能性升级的同时将奥运拓展到多品类；分品类去看：跑步主要集中在防护和稳定性 (目前已经推出越影系列)，运动生活集中在女子产品和薄底跑鞋，户外将推出更多的冲锋衣、户外鞋产品。

□ **渠道端**：截至 2025 年 6 月 30 日，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，较年初净减少 18 个。李宁 YOUNG 销售点数量共计 1435 个，较上一季末净减少 18 个，较年初净减少 33 个。

□ **营销端**：营销重点将围绕在奥运+科技，其中奥运方面会在奥运会赞助、运动员及代表团装备开发、奥运会营销持续发力。篮球方面会持续跟踪杨翰森等签约运动员的表现和动向，持续开发相关产品并做好配套营销活动；跑步方面会持续赞助马拉松赛事，并举办多项线下活动强化品牌影响力。

□ **盈利预测及投资建议**：李宁作为国内运动鞋服龙头品牌，将产品和营销重心放在奥运+科技方面，持续提升品牌影响力并丰富产品品类。从短期看在消费需求偏弱&市场竞争加剧背景下，收入及利润均承压，管理层保持 2025 年收入持平指引，但预计盈利能力会下降，我们下调全年业绩，预计公司 2025 年-2027 年收入规模分别为 287.4 亿元、299.6 亿元、311.1 亿元，同比增速为 0%、4%、4%。净利润规模分别为 23.8 亿元、25.3 亿元、27.2 亿元，同比增速为-21%、7%、7%。当前股价对应 25PE15.5X，维持强烈推荐评级。

□ **风险提示**：客流不及预期影响销售表现风险；库存清理不及预期导致折扣加深侵蚀利润风险；线上流量成本增加侵蚀利润风险。

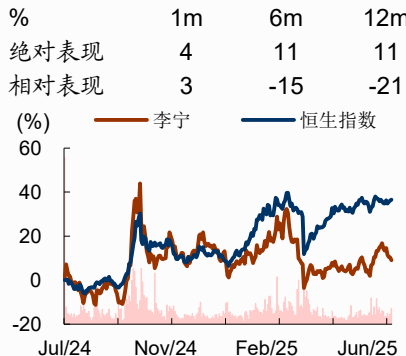
财务数据与估值

消费品/轻工纺服  
目标估值：NA  
当前股价：16.24 港元

基础数据

总股本 (百万股)	2585
香港股 (百万股)	2585
总市值 (十亿港元)	42.0
香港股市值 (十亿港元)	42.0
每股净资产 (港元)	10.1
ROE (TTM)	11.5
资产负债率	26.9%
主要股东	李宁
主要股东持股比例	10.7382%

股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《李宁 (02331) —24H1 销售承压，费用率提升拖累利润表现》 2024-08-18
- 《李宁 (02331) —23 年业绩承压，营运能力逐步改善》 2024-03-31
- 《李宁 (02331) —23Q3 直营流水稳健增长，经销库存有待消化》 2023-10-26

刘丽 S1090517080006  
liuli14@cmschina.com.cn  
王梓旭 S1090524070009  
wangzixu@cmschina.com.cn

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	27696	28676	28744	29956	31112
同比增长	6%	4%	0%	4%	4%
营业利润(百万元)	3037	3529	2846	3056	3298
同比增长	-28%	16%	-19%	7%	8%
归母净利润(百万元)	3187	3013	2375	2533	2716
同比增长	-22%	-5%	-21%	7%	7%
每股收益(元)	1.20	1.17	0.92	0.98	1.05
PE	11.8	12.2	15.5	14.5	13.5
PB	1.5	1.4	1.4	1.3	1.2

资料来源：公司数据、招商证券（上表为人民币口径）

表 1: 2019Q1-2025Q2 李宁（不包括李宁 YOUNG）分渠道流水增速

时间	全渠道	线上	线下零售	线下批发
2019Q1	20-30%低段增长	40-50%低段增长	10-20%低段增长	20-30%低段增长
2019Q2	20-30%低段增长	20-30%高段增长	高单位数增长	20-30%中段增长
2019Q3	30-40%低段增长	50-60%低段增长	10-20%中段增长	30-40%中段增长
2019Q4	30-40%中段增长	40-50%低段增长	10-20%高段增长	40-50%低段增长
2020Q1	10%-20%高段下滑	10%-20%低段增长	30%-40%中段下滑	10%-20%高段下滑
2020Q2	中单位数下滑	20%-30%高段增长	10%-20%低段下滑	高单位数下滑
2020Q3	中单位数增长	40%-50%低段增长	持平	低单位数下滑
2020Q4	10%-20%中段增长	30%-40%中段增长	中单位数增长	10%-20%低段增长
2021Q1	80%-90%高段增长	约 100%增长	90%-100%低段增长	80%-90%低段增长
2021Q2	90%-100%低段增长	90%-100%高段增长	80%-90%高段增长	90%-100%低段增长
2021Q3	40%-50%低段增长	50%-60%中段增长	30%-40%中段增长	30%-40%高段增长
2021Q4	30%-40%低段增长	40%-50%低段增长	20%-30%高段增长	20%-30%高段增长
2022Q1	20%-30%高段增长	30%-40%中段增长	30%-40%中段增长	20%-30%低段增长
2022Q2	高单位数下滑	中单位数增长	高单位数下滑	高单位数下滑
2022Q3	10%-20%中段增长	20%-30%中段增长	20%-30%低段增长	10%-20%低段增长
2022Q4	10%-20%低段下滑	中单位数增长	10%-20%中段下滑	20%-30%低段下滑
2023Q1	中单位数增长	10%-20%低段下滑	10%-20%中段增长	中单位数增长
2023Q2	10%-20%中段增长	10%-20%低段增长	20%-30%高段增长	10%-20%中段增长
2023Q3	中单位数增长	低单位数下滑	20%-30%低段增长	低单位数增长
2023Q4	20-30%低段增长	中单位数增长	50%-60%低段增长	10%-20%高段增长
2024Q1	低单位数增长	20%-30%低段增长	中单位数增长	中单位数下滑
2024Q2	低单位数下滑	高单位数增长	持平	高单位数下滑
2024Q3	中单位数下滑	中单位数增长	中单位数下滑	高单位数下滑
2024Q4	高单位数增长	10-20%中段增长	低单位数下滑	中单位数增长
2025Q1	低单位数增长	10-20%低段增长	低单位数下滑	低单位数增长
2025Q2	低单位数增长	中单位数增长	中单位数下滑	低单位数增长

资料来源：公司公告、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	13653	20528	21648	23568	25573
现金及现金等价物	5444	7499	8563	10290	12107
交易性金融资产	0	0	0	0	0
其他短期投资	3494	8264	8264	8264	8264
应收账款及票据	1206	1005	1007	1049	1090
其它应收款	795	584	585	610	633
存货	2493	2598	2649	2750	2851
其他流动资产	221	579	580	605	628
<b>非流动资产</b>	20555	15180	15037	14955	14907
长期投资	12632	7486	7486	7486	7486
固定资产	4124	4610	4468	4385	4337
无形资产	2560	1962	1962	1962	1962
其他	1239	1121	1121	1121	1121
<b>资产总计</b>	<b>34208</b>	<b>35708</b>	<b>36686</b>	<b>38523</b>	<b>40479</b>
<b>流动负债</b>	7268	7586	7714	7968	8222
应付账款	1790	1625	1657	1720	1783
应交税金	1042	1041	1041	1041	1041
短期借款	0	0	0	0	0
其他	4436	4920	5016	5207	5398
<b>长期负债</b>	2533	2019	2019	2019	2019
长期借款	0	0	0	0	0
其他	2533	2019	2019	2019	2019
<b>负债合计</b>	<b>9801</b>	<b>9605</b>	<b>9733</b>	<b>9987</b>	<b>10240</b>
股本	240	236	236	236	236
储备	24167	25868	26717	28300	30003
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	24407	26104	26953	28536	30239
<b>负债及权益合计</b>	<b>34208</b>	<b>35708</b>	<b>36686</b>	<b>38523</b>	<b>40479</b>

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	4688	5268	4007	4084	4223
净利润	3187	3013	2375	2533	2716
折旧与摊销	1872	1831	1933	1873	1838
营运资本变动	(31)	422	72	62	65
其他非现金调整	(340)	3	(372)	(383)	(397)
<b>投资活动现金流</b>	(2449)	(840)	(1418)	(1407)	(1393)
资本性支出	(2015)	(1503)	(1800)	(1800)	(1800)
出售资产获得的现金	3	10	10	10	10
投资增减	17677	14879	0	0	0
其它	(45)	(1228)	372	383	397
<b>筹资活动现金流</b>	(4217)	(2324)	(1525)	(950)	(1013)
债务增减	(872)	(856)	0	0	0
股本增减	7	4	0	0	0
股利支付	2175	1444	1525	950	1013
其它筹资	(1177)	(28)	0	0	0
其它调整	(4350)	(2888)	(3050)	(1900)	(2026)
<b>现金净增加额</b>	<b>(1938)</b>	<b>2055</b>	<b>1064</b>	<b>1727</b>	<b>1817</b>

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>总营业收入</b>	27696	28676	28744	29956	31112
主营业务收入	27598	28676	28744	29956	31112
营业成本	14246	14520	14803	15367	15930
<b>毛利</b>	13352	14156	13941	14589	15183
营业支出	10413	10627	11095	11533	11885
<b>营业利润</b>	3037	3529	2846	3056	3298
利息支出	162	157	0	0	0
利息收入	557	430	64	75	90
权益性投资损益	378	256	256	256	256
其他非经营性损益	25	51	51	51	51
非经常项目损益	422	0	0	0	0
<b>除税前利润</b>	4256	4110	3217	3438	3695
所得税	1069	1097	843	906	979
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属普通股股东净利润</b>	3187	3013	2375	2533	2716
<b>EPS(元)</b>	1.20	1.17	0.92	0.98	1.05

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>年成长率</b>					
营业收入	6%	4%	0%	4%	4%
营业利润	-28%	16%	-19%	7%	8%
净利润	-22%	-5%	-21%	7%	7%
<b>获利能力</b>					
毛利率	48.2%	49.4%	48.5%	48.7%	48.8%
净利率	11.5%	10.5%	8.3%	8.5%	8.7%
ROE	13.1%	11.5%	8.8%	8.9%	9.0%
ROIC	11.9%	11.7%	8.5%	8.6%	8.7%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	28.7%	26.9%	26.5%	25.9%	25.3%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.9	2.7	2.8	3.0	3.1
速动比率	1.5	2.4	2.5	2.6	2.8
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
存货周转率	5.8	5.7	5.6	5.7	5.7
应收帐款周转率	15.0	16.0	18.1	18.4	18.4
应付帐款周转率	8.4	8.5	9.0	9.1	9.1
<b>每股资料(元)</b>					
每股收益	1.20	1.17	0.92	0.98	1.05
每股经营现金	1.77	2.04	1.55	1.58	1.63
每股净资产	9.21	10.10	10.43	11.04	11.70
每股股利	0.54	0.59	0.37	0.39	0.42
<b>估值比率</b>					
PE	11.8	12.2	15.5	14.5	13.5
PB	1.5	1.4	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	7.2	6.9	8.2	7.9	7.6

资料来源：公司数据、招商证券（上表为人民币口径）

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。