

短期流水减速 聚焦新奥运周期下的高质量发展

核心观点

- **Q2 流水减速，直营渠道调整仍在继续。**公司公告二季度运营状况，Q2 全渠道流水同比低单增长，其中线下直营、线下批发和电商业务流水分别为中单下降、低单增长和中单增长。相比 Q1，各细分渠道均呈现减速态势。公告也显示，公司自营渠道端的调整仍在继续，上半年李宁品牌渠道净减少 18 个，其中直营净减少 19 个，这也是直营零售弱于批发的重要原因。随着下半年开店旺季的到来，我们预计李宁品牌直营渠道全年将有 10 家左右的净减少，加盟有望实现 40 家左右的净增加。
- **行业竞争加剧，预计公司二季度终端折扣环比加深，但库存保持健康水平。**25 年以来，在消费整体疲弱、国际大牌加速打折清库的压力之下，国内运动服饰行业的竞争日趋白热化，促销打折日益频繁，线上的折扣力度更是不断加深。考虑到公司对“稳健经营、务实发展和控制风险”的高度重视，我们预计公司 Q2 终端折扣力度环比 Q1 有进一步加深，但库存预计保持良好水平，库销比预计保持在 4 个月左右的行业领先水平。
- **新奥运周期开启，预计 25H2 和 26 年营销费用投放加大，为后续高质量发展蓄力。**5 月初中国奥委会与李宁品牌在国家体育总局共同举行合作发布仪式，正式宣布李宁成为 2025-2028 年中国奥委会体育服装合作伙伴，由此开启新的奥运合作周期。我们预计今年下半年以及明年都是相关营销活动和产品的集中投入期，对公司短期盈利会带来一定影响，但也将为公司中期的可持续、高质量发展提供良好支撑。
- **大股东持续增持彰显对公司中长期发展的信心。**近日公司大股东非凡领越公告，在 6 月 20 日至 7 月 16 日期间，通过市场收购方式共增持公司股份共计 2875.7 万股，占公司总股本约 1.11%，平均每股收购价约为 15.83 港元，总代价约 4.55 亿港元。此次增持后，非凡领越对李宁的持股比例上升至约 12.34%。我们认为大股东的持续增持体现了对公司中长期发展的信心。

盈利预测与投资建议

- 根据 Q2 零售情况和行业未来竞争态势，我们调整 25-26 年盈利预测，同时引入 27 年的盈利预测，预计 25-27 年 EPS 分别为 0.92、1.05 和 1.20 元（原 25-26 年为 0.99 和 1.15 元），参考可比公司，给予 2025 年 20 倍的估值，目标价为 20.07 港币（1 人民币=1.09 港币），维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争日趋激烈、新产品推广不及预期等

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	27,598	28,676	28,945	30,673	32,771
同比增长(%)	7.0%	3.9%	0.9%	6.0%	6.8%
营业利润(百万元)	4,256	4,110	3,216	3,680	4,186
同比增长(%)	-21.4%	-3.4%	-21.8%	14.4%	13.7%
归属母公司净利润(百万元)	3,187	3,013	2,380	2,723	3,098
同比增长(%)	-21.6%	-5.5%	-21.0%	14.4%	13.7%
每股收益(元)	1.23	1.17	0.92	1.05	1.20
毛利率(%)	48.4%	49.4%	48.7%	49.0%	49.1%
净利率(%)	11.5%	10.5%	8.2%	8.9%	9.5%
净资产收益率(%)	13.1%	11.9%	8.4%	0.0%	9.1%
市盈率(倍)	11.9	12.6	15.9	13.9	12.2
市净率(倍)	1.6	1.5	1.2	1.2	1.1

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级	买入（维持）
股价（2025年07月16日）	15.98 港元
目标价格	20.07 港元
52周最高价/最低价	20.69/12.32 港元
总股本/流通H股（万股）	258,481/258,481
H股市值（百万港币）	41,305
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2025年07月17日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	-2.68	4.58	8.84	11.95
相对表现%	-5.3	2.68	-7.6	-26.35
恒生指数%	2.62	1.9	16.44	38.3



证券分析师

施红梅	021-63325888*6076 shihongmei@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860511010001
李雪君	021-63325888*6069 lixuejun@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517020001 香港证监会牌照：BSW124

相关报告

24年业绩符合预期，25年起加大投入追求中长期高质量发展	2025-03-31
Q3流水承压，成立合资公司开拓国际市场	2024-10-24
业绩略好于预期，未来聚焦稳健发展和盈利质量	2024-08-19

根据 Q2 零售情况和行业未来竞争态势，我们调整 25-26 年盈利预测（小幅下调了毛利率、下调了 26 年的收入），同时引入 27 年的盈利预测，预计 25-27 年 EPS 分别为 0.92、1.05 和 1.20 元（原 25-26 年为 0.99 和 1.15 元），参考可比公司，给予 2025 年 20 倍的估值，目标价为 20.07 港币（1 人民币=1.09 港币），维持“买入”评级。

表 1：行业可比公司估值（截至 2025 年 7 月 16 日）

公司名称	公司代码	股价 (元)	每股收益 (元)				市盈率			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
安踏	2020.HK	91.85	5.84	5.31	5.99	6.68	16	17	15	14
耐克	NIKEUS	72.10	2.16	1.69	2.46	2.95	33	43	29	24
露露柠檬	LULUUS	226.11	14.64	14.74	15.63	16.90	15	15	14	13
牧高笛	603609	25.53	0.90	1.06	1.22	1.46	28	24	21	17
彪马	PUMGR	22.27	1.89	1.25	1.86	2.27	12	18	12	10
调整后平均								20	17	15

数据来源：wind, bloomberg, 东方证券研究所，注：安踏为港币，耐克和露露柠檬是美元，彪马是欧元，牧高笛是人民币

风险提示：行业竞争日趋激烈、新产品推广不及预期等。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
现金及等价物	8,938	15,786	18,850	20,987	21,604	营业收入	27,598	28,676	28,945	30,673	32,771
存货	2,493	2,598	2,609	2,876	2,970	营业成本	-14,246	-14,520	-14,850	-15,642	-16,670
应收账款及应收票据	1,206	1,005	1,222	1,050	1,291	毛利	13,352	14,156	14,095	15,031	16,101
其他非流动资产(即期部分)	838	894	894	894	894	销售费用	-9,080	-9,199	-10,131	-10,613	-11,142
其他	178	245	245	245	245	管理费用	-1,256	-1,428	-1,447	-1,503	-1,573
流动资产合计	13,653	20,528	23,820	26,052	27,004	财务费用	319	175	269	335	371
固定资产	4,124	4,610	5,492	6,373	7,254	其他净净额	524	149	173	173	173
有使用权资产	2,184	1,577	1,577	1,577	1,577	以权益法核算的投资收益	378	256	256	256	256
土地使用权	155	151	151	151	151	金融资产减值损失转回	20	0	0	0	0
无形资产	221	235	365	454	554	除税前溢利	4,256	4,110	3,216	3,680	4,186
其他应收款	203	5	5	5	5	所得税	-1,069	-1,097	-836	-957	-1,088
权益法核算的投资	1,607	1,744	1,744	1,744	1,744	净利润(含少数股东权益)	3,187	3,013	2,380	2,723	3,098
其他	12,062	6,858	6,723	6,764	6,782	归母净利润	3,187	3,013	2,380	2,723	3,098
非流动资产合计	20,555	15,180	16,057	17,067	18,067	少数股东权益	0.05	-	-	-	-
资产总计	34,208	35,708	39,877	43,119	45,070	综合收益总额	3,185	3,065	2,354	2,698	3,072
应付账款	1,790	1,625	1,822	1,831	2,072	综合收益总额(归母)	3,185	3,065	2,354	2,698	3,072
应付负债及其他应付款项	3,256	4,049	3,324	4,490	3,859	综合收益总额(少数)	-	-	-	-	-
其他	2,223	1,911	1,914	1,911	1,912	每股收益(元)	1.23	1.17	0.92	1.05	1.20
流动负债合计	7,268	7,586	7,060	8,232	7,842						
租赁	1,825	1,385	1,385	1,385	1,385	主要财务比率					
递延收入	72	49	62	61	57		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
其他	636	585	582	582	583	成长能力					
非流动负债合计	2,533	2,019	2,029	2,027	2,025	营业收入	7.0%	3.9%	0.9%	6.0%	6.8%
负债合计	9,801	9,605	9,089	10,259	9,867	除税前溢利	-21.4%	-3.4%	-21.8%	14.4%	13.7%
股本	240	236	246	256	266	归属于母公司净利润	-21.6%	-5.5%	-21.0%	14.4%	13.7%
储备	10,173	9,011	13,441	13,709	13,977	获利能力					
其他	13,994	16,856	17,101	18,895	20,960	毛利率	48.4%	49.4%	48.7%	49.0%	49.1%
股东权益合计	24,407	26,104	30,788	32,860	35,203	归母净利率	11.5%	10.5%	8.2%	8.9%	9.5%
负债和股东权益总计	34,208	35,708	39,877	43,119	45,070	ROE	13.1%	11.9%	8.4%	8.6%	9.1%
						偿债能力					
						资产负债率	28.7%	26.9%	22.8%	23.8%	21.9%
						净负债率	-36.6%	-60.5%	-61.2%	-63.9%	-61.4%
						流动比率	1.88	2.71	3.37	3.16	3.44
						速动比率	1.54	2.36	3.00	2.82	3.06
						营运能力					
						应收账款周转率	24.8	25.9	26.0	27.0	28.0
						存货周转率	5.8	5.7	5.7	5.7	5.7
						总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7
						每股指标(元)					
						每股收益	1.23	1.17	0.92	1.05	1.20
						每股经营现金流	1.81	2.04	1.16	1.95	1.42
						每股净资产	9.44	10.10	11.91	12.71	13.62
						估值比率					
						市盈率	11.9	12.6	15.9	13.9	12.2
						市净率	1.6	1.5	1.2	1.2	1.1

现金流量表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	3,187	3,013	2,380	2,723	3,098
折旧摊销	1,167	1,569	1,213	1,213	1,213
财务费用	319	175	269	335	371
营运资金变动	42	-48	-609	1,035	-744
其它	-27	559	-256	-256	-256
经营活动现金流	4,688	5,268	2,996	5,050	3,681
资本支出	-2,082	-2,095	-2,225	-2,183	-2,194
投资收益	378	256	256	256	256
其他	-745	-486	0	0	0
投资活动现金流	-2,449	-2,324	-1,968	-1,926	-1,938
股本	-1	-4	10	10	10
其他	-4,216	-1,885	2,026	-997	-1,135
筹资活动现金流	-4,217	-1,888	2,036	-987	-1,126
汇率变动影响					
现金净增加额	-1,938	166	3,064	2,137	618

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。