

2025 年 7 月 17 日

调整尚需时间，增加奥运及科技投放以提升品牌势能

民银国际研究团队

分析师：何丽敏

电话：37288036

Email：liminhe@cmbcint.com

评级

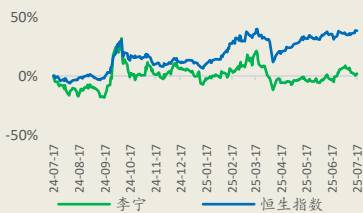
买入

李宁 (2331.HK)

目标价 (港元)	18.90
潜在升幅/降幅	+17.1%
目前股价 (港元)	16.14
52 周内股价区间 (港元)	21.00 / 12.56
总市值 (亿港元)	417.2
近 3 月日均成交额 (亿港元)	435.2

注：截至 2025 年 7 月 17 日收盘价

股价表现



资料来源：iFind、民银国际

25Q2 流水环比放缓，与行业趋势一致；库存健康及折扣略有加深：

(1) 25Q2 李宁大货全渠道流水同比+低单位数，环比 Q1 放缓。分渠道，Q2 线下批发/线下直营同比分别+低单/-中单，因 24H2 渠道调整导致直营门店数减少；电商同比+中单，但管理层表示 618 未达预期。分品类流水，跑步高单位数增长，运动生活、篮球仍面临同比下滑。

(2) 折扣率承压但库存健康。25Q2 线上线下折扣同比加深低单位数 (25Q1 线下改善低单位数)，或对 25H1 毛利率造成压力。尽管折扣小幅加深，但 25Q2 季末库销比约 4 个月，维持健康水平。

展望下半年，公司以奥运+运动科技为主线，增加费用投放以提升品牌势能，预计 25H2 利润率阶段性面临压力：

毛利率面临挑战，一方面是 2Q 折扣加深，同时市场预期国际品牌 NIKE 的库存清理有望持续至 25H2 至年底，因此下半年折扣及毛利端仍面临市场竞争压力。7 月以来流水及折扣仍有压力。

费用端方面，管理层指引全年 A&P 费率在低双位数水平，以奥运及运动科技为主线进行投放，公司于 4 月底完成奥运 COC 赞助签约，赞助费及相关营销费用及将体现在 2H 费用。

维持买入评级，给予目标价 18.90 港元：

我们预计下半年品牌尚需时间调整，25H2 及明年将陆续增加投放奥运营销及运动科技研发的投放，逐步带动品牌势能提升。管理层表示当前策略为“控风险、稳健经营、务实发展”。近日大股东非凡领越增持，其持有李宁公司股份比例由 11.23%增至 12.34%。我们预计 2025E-2027E 营业收入分别为 290.0/ 301.4/ 320.8 亿元，归母净利润分别为 23.4/ 26.1/ 30.7 亿元。现价对应 25E PE 为 16.5 倍。

表 1：盈利预测和财务指标

百万元人民币	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	27,598	28,676	29,005	30,142	32,077
收入同比增速	7.0%	3.9%	1.1%	3.9%	6.4%
毛利率	48.4%	49.4%	48.6%	49.0%	49.8%
归母净利润	3,187	3,013	2,340	2,614	3,074
归母净利润同比增速	-21.6%	-5.5%	-22.3%	11.7%	17.6%
归母净利润率	11.5%	10.5%	8.1%	8.7%	9.6%
PE	12.2	12.8	16.5	14.8	12.6

资料来源：公司公告、iFind、民银国际预测

财务报表分析与预测 – 李宁 (2331.HK)

资产负债表			单位: 百万元		
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	13,653	20,528	22,099	23,855	25,894
现金	5,444	7,499	8,336	9,232	10,263
应收账款	1,206	1,005	1,105	1,216	1,337
其他资产即期部分	838	894	983	1,081	1,190
存货	2,493	2,598	3,118	3,741	4,490
其他	3,672	8,533	8,558	8,585	8,614
非流动资产	20,555	15,180	15,581	16,007	16,460
物业、厂房及设备	4,124	4,610	4,841	5,083	5,337
有使用权资产	2,184	1,577	1,608	1,640	1,673
递延税项资产	801	949	1,044	1,149	1,264
无形资产和土地使用权	376	386	412	441	473
其他	13,070	7,658	7,675	7,693	7,713
资产总计	34,208	35,708	37,680	39,861	42,353
流动负债	7,268	7,586	8,187	8,842	9,554
应付账款	1,790	1,625	1,706	1,792	1,881
合同负债	553	369	387	406	427
应计负债及其他应付	3,256	4,049	4,373	4,723	5,101
应交税费	915	950	1,045	1,150	1,265
其他	755	593	675	770	880
非流动负债	2,533	2,019	2,219	2,439	2,682
递延所得税负债	627	569	626	688	757
租赁负债	1,825	1,385	1,523	1,675	1,843
其他	80	65	70	76	82
负债合计	9,801	9,605	10,406	11,281	12,235
股本	240	236	236	236	236
储备	25,205	26,159	27,329	28,636	30,173
少数股东权益	0	0	0	0	0
股份奖励计划所持股份	-1,038	-291	-291	-291	-291
股东权益合计	24,407	26,104	27,274	28,581	30,118
负债及权益合计	34,208	35,708	37,680	39,861	42,353

现金流量表					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
除税前溢利	4,256	4,110	3,137	3,485	4,099
折旧摊销	1,833	1,771	1,783	1,855	1,930
营运资金变动	-31	422	-176	-257	-357
所得税	-1,155	-1,274	-797	-871	-1,025
经营活动现金流	4,688	5,268	3,318	3,685	4,127
投资活动现金流	-2,449	-840	-1,410	-1,482	-1,559
筹资活动现金流	-4,217	-2,324	-1,170	-1,307	-1,537
现金净增加额	-1,978	2,104	739	896	1,031
现金期初金额	7,382	5,444	7,597	8,336	9,232
现金期末金额	5,444	7,597	8,336	9,232	10,263

利润表		单位: 百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业收入	27,598	28,676	29,005	30,142	32,077	
营业成本	-14,246	-14,520	-14,909	-15,373	-16,102	
毛利	13,352	14,156	14,096	14,770	15,974	
销售费用	-9,080	-9,199	-9,978	-10,369	-10,938	
管理费用	-1,256	-1,428	-1,537	-1,537	-1,572	
其他收益	524	154	154	154	154	
营业利润	3,559	3,678	2,736	3,018	3,618	
财务收入/(费用)净额	319	175	145	211	225	
权益法核算的投资收益	378	256	256	256	256	
除税前盈利	4,256	4,110	3,137	3,485	4,099	
所得税	-1,069	-1,097	-797	-871	-1,025	
净利润	3,187	3,013	2,340	2,614	3,074	
少数股东损益	0	0	0	0	0	
归属于母公司净利润	3,187	3,013	2,340	2,614	3,074	
EPS (元)	1.23	1.17	0.91	1.01	1.19	

主要财务比率					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性					
营业收入yoy	7.0%	3.9%	1.1%	3.9%	6.4%
营业利润yoy	-27.2%	3.3%	-25.6%	10.3%	19.9%
归母净利润yoy	-21.6%	-5.5%	-22.3%	11.7%	17.6%
盈利能力					
毛利率	48.4%	49.4%	48.6%	49.0%	49.8%
营业利润率	12.9%	12.8%	9.4%	10.0%	11.3%
净利率	11.5%	10.5%	8.1%	8.7%	9.6%
ROA	9.4%	8.6%	6.4%	6.7%	0.0%
ROE	13.1%	11.9%	8.8%	9.4%	0.0%
偿债能力					
资产负债率	28.7%	26.9%	27.6%	28.3%	28.9%
负债权益比	40.2%	36.8%	38.2%	39.5%	40.6%
流动比率	1.4	2.1	2.1	2.1	2.1
营运能力					
存货周转天数	63	63	69	80	0
应收帐款天数	15	14	13	14	0
每股资料（元）					
每股收益	1.23	1.17	0.91	1.01	1.19
每股净资产	9.4	10.1	10.6	11.1	11.7
估值比率					
PE@16.14HKD	12.2	12.8	16.5	14.8	12.6
PB	1.6	1.5	1.4	1.4	1.3

资料来源: Wind、E=民银国际预测

附录表 1：运动品牌及国际品牌渠道商的季度零售额变动

流水同比	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025H1
李宁成人	+低单	-低单	-中单	+高单	+低单	+低单	/
线下	-低单	-中单	-高单	+中单	+低单	-低单	/
零售	+中单	持平	-中单	-低单	-低单	-中单	/
批发	-中单	-高单	-高单	+中单	+低单	+低单	/
电商	+20~30% 低段	+高单	+中单	+中双	+低双	+中单	/
安踏牌	+中单	+高单	+中单	+高单	+高单	+低单	+中单
大货	/	+高单	+中单	+高单	+高单	+低单	+中单
KIDS	/	+中单	+中单	+低双	+高单	+低单	+中单
电商	+20~25%	+20~25%	+20%以上	+高双	+低双		+中单
FILA	+高单	+中单	-低单	+高单	+高单	+中单	+高单
大货	/	+高单	持平	+高单	+中单	+高单	+高单
KIDS	/	低于大货	负增	+中单	+低双	+中单	+高单
FUSION	/	低于大货		+高双	+中双	+中单	+低双
电商	+25~30%	+20%		+双位数	+20%以上		
其他	+25~30%	+40~45%	+45~50%	+50~55%	+65~70%	+50~55%	+60~65%
迪桑特	+20~25%	+35~40%	+35~40%	+60~65%	+60%	+40%	+40%以上
Kolon	50%+	+60%	+近 70%	+近 50%	+近 100%	+70%	+80%以上
MAIA					+30%	+30%	+30%以上
特步	+高单	+10%	+中单	+高单	+中单	+低单	+中单
索康尼	+超 50%		+50%以上	+约 50%	+超 40%	+超 20%	+超 30%
361°							
大货	+高双	+10%	10%	10%	+10~15%	+10%	/
儿童	+20~25%	+中双	10%	+10~15%	+10~15%	+10%	/
电商	+20~25%	+30~35%	超 20%	+30~35%	+35~40%	+20%	/
滔搏*	+低单	-中单	-低双	-中单	-中单	-中单	/
宝胜	-7%	-11%	-11%	-3%	-5%	-12%	-8%

注*：滔搏的财季并非完全对应自然季度，以 2025Q2 自然季为例，对应滔搏财季为 FY26Q1（2025/3/1-5.31）；
资料来源：公司公告、民银国际整理

风险提示：

终端消费环境波动，终端销售不及预期；

线下客流承压；

体育鞋服行业竞争加剧；

经销商库存与应收风险等。

行业评级体系（基准为 MSCI 中国指数）

增持：未来 12 个月行业股票指数强于基准

中性：未来 12 个月行业股票指数基本与基准持平

减持：未来 12 个月行业股票指数弱于基准

公司评级体系（基准为公司所在行业的 MSCI 中国行业指数）

买入：未来 12 个月个股股价表现强于基准

持有：未来 12 个月个股股价表现基本与基准持平

卖出：未来 12 个月个股股价表现弱于基准

分析师声明

本报告作者谨此声明：(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写；(ii) 其报酬没有任何部分曾经，是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的有联系者（定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则）没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票，或在本报告发布后 3 个工作日内将买卖或交易本文所提述的股票；(ii) 他们或其各自的有联系者并非本报告提述的任何公司的雇员；及 (iii) 他们或其各自的有联系者没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

民银证券有限公司

CMBC Securities Company Limited

网站：<https://www.cmbccap.com/>

地址：香港中环交易广场 1 期 45 楼

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些司法管辖区不能出售或分发。

此报告由民生商银国际控股有限公司（“民银国际”）的附属公司民银证券有限公司（“民银证券”）编写和发布。民银证券持有香港证券及期货监察委员会第1，4类牌照。此报告所载资料的来源皆被民银证券认为可靠。此报告所载的见解、分析、预测、推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。民银国际和任何附属公司（包括民银证券，统称“民银集团”）或任何个人不能担保其准确性或完整。

此报告所载的资料、意见及推测反映民银证券于最初发表此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，包括但不限于市场波动、流动性限制及汇率波动等。若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。

此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。

民银证券及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下(1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问、投资银行或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。(5)民银集团的投资银行或资产管理团队可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。(6)此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他民银集团成员专业人员的意见不同或相反。投资者应注意其可能存在影响本报告客观性的潜在利益冲突，并独立判断相关信息。

投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询独立的专业意见。民银集团不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其（但不限于）此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士（根据 1933 年美国证券法 S 规则的解释），民银证券也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得民银证券的授权，任何人不得以任何目的复制、派发或出版此报告。民银证券保留一切权利。

规范性披露

民银集团拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于 1% 或完全不拥有该上市公司的财务权益。

民银集团的雇员包括分析员或其有联系者（参照证监会持牌人守则中的定义）并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。

民银集团在过去 12 个月未与此报告提到的上市公司有任何投资银行或庄家活动相关的业务关系。