

2025 年 08 月 22 日

李宁 (02331. HK)

投资评级： 买入（维持）

——25H1 业绩符合预期, 专业体育资源助力中长期发展

投资要点:

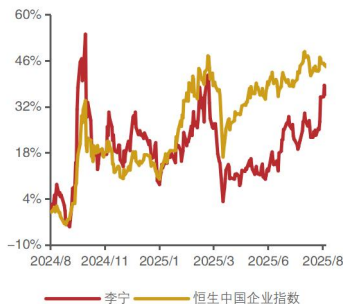
证券分析师

丁一
SAC: S1350524040003
dingyi@huayuanstock.com

联系人

周宸宇
zhouchenyu@huayuanstock.com

市场表现:



基本数据	2025 年 08 月 21 日
收盘价 (港元)	18.11
一年内最高/最低 (港元)	21.00/12.56
总市值 (百万港元)	46,810.93
流通市值 (百万港元)	46,810.93
资产负债率 (%)	26.13

资料来源: 聚源数据

- **外部环境扰动下, 公司 25H1 业绩相对平稳。**公司发布 2025 半年报, 25H1 公司实现营收 148.17 亿元, 同比+3.3%, 实现毛利润 74.15 亿元, 同比+2.5%, 实现归母净利润 17.37 亿元, 同比-11.0%; **从盈利能力看**, 公司 25H1 毛利率为 50.0%, 同比下降 0.4pct, 毛利率小幅下滑系直营渠道收入占比下降及折扣力度加大, 此外, 公司 25H1 归母净利率为 11.7%, 同比下降 1.9pct, 系公司聚焦核心资源投入下广告及市场推广等费用增加所致; **从分红端看**, 公司中期派息 33.59 分人民币/股, 派息率为 50%, 派息意愿较强。
- **25H1 电商业务贡献最大增量, 器材及配件营收同比快速增长。分渠道看**, 在公司持续优化渠道运营下, 25H1 电商渠道营收同比+7.4%, 营收占比较 24H1 提升 1.1pct 至 29.0%, 为公司贡献最大增量; 25H1 特许经销商渠道营收同比+4.4%, 营收占比较 24H1 提升 0.5pct 至 46.5%, 持续发挥其核心作用; **分产品种类看**, 在跑鞋等优势产品推动下, 公司 25H1 鞋类产品实现营收 82.31 亿元, 同比+4.9%, 其中, “超轻”、“赤兔”及“飞电”三大核心跑鞋 IP 期内销量突破 526 万双, 稳步提升专业心智; 25H1 器材及配件实现营收 13.93 亿元, 同比+23.7%, 营收占比快速增至 9.4%。
- **签约球员杨瀚森首轮入选 NBA, 专业体育资源有望助力公司业务的中长期发展。分品类看**, 25H1 公司跑步及综训零售流水表现优异, 同比分别+15%/+15%, 但篮球品类零售流水同比下滑 20%。近期, 在 2025 年 NBA 选秀大会上, 公司签约中国球员杨瀚森在首轮第十六顺位入选 NBA。我们认为, 伴随杨瀚森入选 NBA 并在 NBA 夏季联赛表现亮眼, 短期看, 有望推动品牌中与其相关联的产品销售, 长期看, 有望推动篮球运动在国内热度的边际改善, 进而推进公司篮球产品整体销售景气度的上行, 品牌有望借助自身产品设计能力及杨瀚森的影响力推进相关品类/产品的销售。
- **盈利预测与评级:** 李宁作为国内头部运动服饰公司, 聚焦“单品牌、多品类、多渠道”的发展规划, 通过研发投入持续迭代公司鞋履/服饰相关核心技术, 并延续时尚设计, 产品长期兼顾专业性及时尚性, 持续推高品牌力, 筑高竞争壁垒, 积极的渠道调整及创新能力有望构筑公司长期的增长驱动。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别 26.45 亿元/28.45 亿元/31.04 亿元。考虑到公司在运动服饰赛道的品牌地位、产品研发能力及营销能力位于上乘, 维持“买入”评级。
- **风险提示。**线下消费复苏不及预期; 渠道调整不及预期; 行业竞争压力加大。

盈利预测与估值 (人民币)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	27598.49	28675.64	29026.63	30765.67	32844.70
同比增长率 (%)	6.96%	3.90%	1.22%	5.99%	6.76%
归母净利润 (百万元)	3186.91	3012.92	2644.93	2844.95	3103.78
同比增长率 (%)	-21.58%	-5.46%	-12.21%	7.56%	9.10%
每股收益 (元/股)	1.23	1.17	1.02	1.10	1.20
ROE (%)	13.06%	11.54%	9.20%	9.00%	8.95%
市盈率 (P/E)	13.74	14.47	16.54	15.38	14.10

资料来源: 公司公告, 华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要

损益表					资产负债表				
单位：人民币(百万)					单位：人民币(百万)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	28,676	29,027	30,766	32,845	货币资金	7,499	8,556	10,480	12,557
增长率	3.9%	1.2%	6.0%	6.8%	应收款项	1,588	1,832	1,894	1,971
营业成本	14,520	14,746	15,567	16,554	存货	2,598	2,499	2,595	2,713
%销售收入	50.6%	50.8%	50.6%	50.4%	其他流动资产	8,843	8,547	8,610	8,677
毛利	14,156	14,281	15,198	16,291	流动资产	20,528	21,433	23,579	25,917
%销售收入	49.4%	49.2%	49.4%	49.6%	权益性投资	1,744	1,894	2,044	2,194
其他收入	0	0	0	0	固定资产	4,610	4,975	4,735	4,709
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	无形资产	1,811	1,834	1,856	1,882
销售费用	9,199	9,318	9,783	10,346	非流动资产	15,180	16,719	17,647	18,796
%销售收入	32.1%	32.1%	31.8%	31.5%	资产总计	35,708	38,152	41,227	44,713
管理费用	1,428	1,306	1,378	1,465	应付款项	1,625	1,851	1,929	1,986
%销售收入	5.0%	4.5%	4.5%	4.5%	短期借款	0	0	0	0
研发费用	676	668	708	755	其他流动负债	5,961	5,631	5,784	6,109
%销售收入	2.4%	2.3%	2.3%	2.3%	流动负债	7,586	7,483	7,713	8,096
财务费用	-273	-206	-235	-288	长期债务	0	0	0	0
%销售收入	-1.0%	-0.7%	-0.8%	-0.9%	其他长期负债	2,019	1,921	1,921	1,921
息税前利润 (EBIT)	3,837	3,317	3,558	3,856	非流动负债	2,019	1,921	1,921	1,921
%销售收入	13.4%	11.4%	11.6%	11.7%	负债总计	9,605	9,403	9,633	10,016
投资收益	256	300	200	100	归属母公司股东权益	26,104	28,749	31,594	34,697
%税前利润	6.2%	8.5%	5.3%	2.4%	少数股东权益	0	0	0	0
除税前利润	4,110	3,523	3,793	4,144	负债股东权益合计	35,708	38,152	41,227	44,713
利润率	14.3%	12.1%	12.3%	12.6%	比率分析				
所得税	1,097	879	948	1,040		2024A	2025E	2026E	2027E
所得税率	26.7%	24.9%	25.0%	25.1%	每股指标				
净利润 (含少数股东损益)	3,013	2,645	2,845	3,104	每股收益	1.17	1.02	1.10	1.20
少数股东损益	0	0	0	0	每股净资产	10.10	11.12	12.22	13.42
归属于母公司的净利润	3,013	2,645	2,845	3,104	每股经营现金净流	2.04	1.64	1.78	1.87
增长率	-5.5%	-12.2%	7.6%	9.1%	每股股利	0.58	0.00	0.00	0.00
净利率	10.5%	9.1%	9.2%	9.4%	回报率				
现金流量表					净资产收益率	11.54%	9.20%	9.00%	8.95%
单位：人民币(百万)					总资产收益率	8.44%	6.93%	6.90%	6.94%
	2024A	2025E	2026E	2027E	投入资本收益率	10.78%	8.66%	8.45%	8.32%
净利润	3,013	2,645	2,845	3,104	增长率				
少数股东损益	0	0	0	0	营业收入增长率	3.90%	1.22%	5.99%	6.76%
营运资金变动	422	99	58	171	EBIT增长率	-0.65%	-13.54%	7.26%	8.37%
其他变动	1,833	1,485	1,690	1,568	净利润增长率	-5.46%	-12.21%	7.56%	9.10%
经营活动现金流量净额	5,268	4,229	4,594	4,843	总资产增长率	4.39%	6.84%	8.06%	8.46%
资本开支	-1,503	-2,200	-1,700	-1,700	资产管理能力				
投资	1,882	-1,198	-1,198	-1,198	应收账款周转天数	13.9	13.6	14.3	14.0
其他	-1,218	226	229	131	存货周转天数	63.1	62.2	58.9	57.7
投资活动现金流量净额	-840	-3,172	-2,669	-2,767	应付账款周转天数	42.3	42.4	43.7	42.6
股权募资	4	0	0	0	固定资产周转天数	54.8	59.4	56.8	51.8
债权募资	-856	0	0	0	偿债能力				
其他	-1,472	0	0	0	流动比率	2.71	2.86	3.06	3.20
筹资活动现金流量净额	-2,324	0	0	0	速动比率	2.29	2.50	2.69	2.83
现金净变动	2,055	1,057	1,925	2,076	净负债/股东权益	-28.73%	-29.76%	-33.17%	-36.19%
					EBIT利息保障倍数	24.5	—	—	—
					资产负债率	26.90%	24.65%	23.37%	22.40%

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，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客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。