

消费

收盘价
港元 18.11

目标价
港元 16.28

潜在涨幅
-10.1%

2025 年 8 月 22 日

李宁 (2331 HK)

2025 上半年表现稳健，3 季度经营仍有挑战；维持中性评级

① **2025 上半年业绩表现稳健，管理层维持全年指引：**公司上半年收入同比增长 3.3%至 148.2 亿元（人民币，下同），毛利率在零售折扣加深和渠道结构调整的影响下同比降 0.4ppts 至 50.0%，净利率同比下滑 1.9ppts 至 11.7%，归母净利润同比下滑 11%至 17.4 亿元，大致符合我们预期。管理层表示，进入 3 季度经营环境仍有挑战，客流下滑加剧，同时考虑到奥运相关营销费用的发生，下半年费用率将环比上升。基于审慎的经营前景，公司维持年初对 2025 年业绩指引（收入持平，净利率高单位数）。我们视健康的库存水平和专业品类的良好发展为积极因素，但认为目前公司仍处于调整期，下半年复苏节奏还有不确定性，将继续观察后续销售走势和公司经营效率优化效果。维持盈利预测和目标价 16.28 港元。维持**中性**。

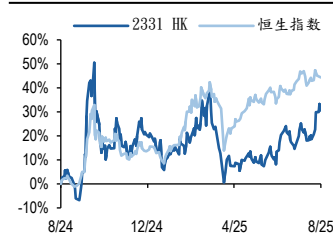
② **线下渠道受持续客流疲软影响；库存水平健康：**分渠道来看，公司上半年直营/批发/电商收入分别录得同比-3.4%/+4.4%/+7.4%，线上稍好于线下，线下仍然受客流的持续拖累（下降低单位数）。截至上半年末，公司门店数量较上年末净减少 51 家至 7,534 家，其中直营门店减少 19 家。折扣方面，上半年线下折扣加深小于 1ppts，线上折扣加深 1 ppts，管理层表示 3 季度以来经营挑战加大，3 季度毛利率环比 2 季度有下行压力，对全年整体持审慎态度。上半年公司库销比为 4 个月，继续维持在健康水平。

③ **聚焦专业运动，增强营销资源投入力度：**尽管经营环境不确定性较高，公司仍然继续坚持对专业品类领域的聚焦，上半年鞋类表现（同比+4.9%）优于服装（同比-3.4%），占比进一步提升至 56%。其中，跑步品类增长良好（流水同比+15%），三大核心跑鞋 IP（超轻、赤兔、飞电）总销量突破 526 万双。公司也加强营销资源方面投入，已全面启动和中国奥委会的合作推广，提升品牌专业形象，预计 COC 相关赞助费用会使得公司下半年营销费用率环比加深。但长期看，我们认为此次顶级赛事营销有助于提升品牌的专业形象。

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)	46,641.58
日均成交量 (百万)	35.10
年初至今变化 (%)	10.02
200天平均价 (港元)	16.27

资料来源: FactSet

肖凯希

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

钱昊, CFA

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
市盈率 (倍)	13.5	14.2	16.0	14.3	12.6
每股账面净值 (人民币)	9.44	10.14	10.65	11.24	11.90
市账率 (倍)	1.76	1.64	1.56	1.48	1.40
股息率 (%)	3.3	3.5	3.1	3.5	4.0

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>

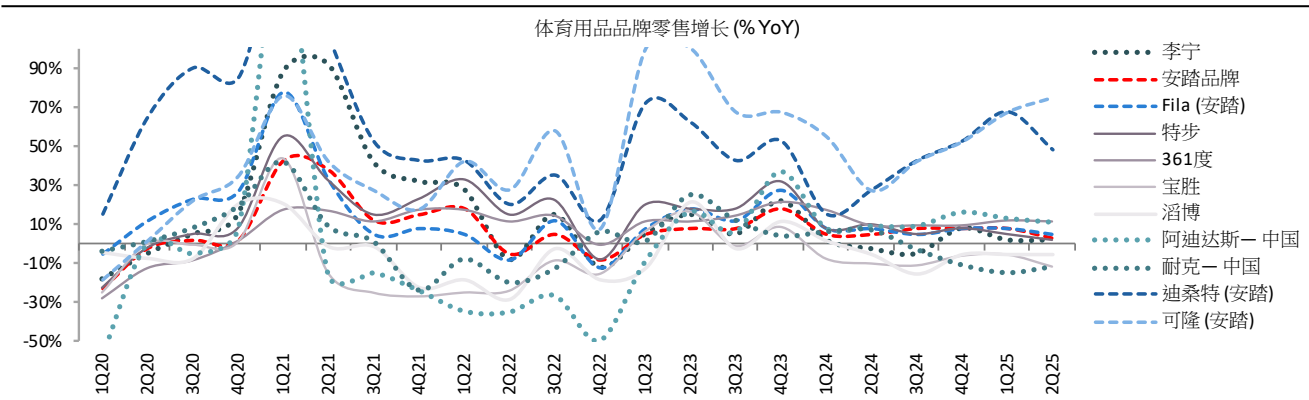
图表 1：核心假设

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%
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
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 2：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 3：李宁 (2331 HK) 评级及目标价



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 4：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	319.80	394.00	23.2%	2025 年 08 月 20 日	潮流玩具
291 HK	华润啤酒	买入	28.34	35.90	26.7%	2025 年 08 月 20 日	啤酒
1876 HK	百威亚太	买入	8.43	10.15	20.4%	2025 年 07 月 31 日	啤酒
2319 HK	蒙牛乳业	买入	16.48	22.91	39.0%	2025 年 03 月 27 日	乳业
600887 CH	伊利股份	买入	27.64	33.30	20.5%	2024 年 11 月 06 日	乳业
600597 CH	光明乳业	买入	8.80	12.30	39.8%	2023 年 09 月 05 日	乳业
6186 HK	中国飞鹤	中性	4.57	4.00	-12.5%	2024 年 09 月 02 日	乳业
600882 CH	妙可蓝多	中性	27.91	13.40	-52.0%	2024 年 08 月 27 日	乳业
1112 HK	健合国际	中性	13.35	10.40	-22.1%	2023 年 08 月 24 日	乳业
2313 HK	申洲国际	买入	59.65	116.00	94.5%	2024 年 03 月 27 日	纺服代工
6690 HK	海尔智家	买入	25.48	36.52	43.3%	2025 年 04 月 03 日	家电
000333 CH	美的集团	买入	71.92	87.22	21.3%	2025 年 04 月 02 日	家电
000651 CH	格力电器	买入	46.64	52.96	13.5%	2024 年 04 月 30 日	家电
1044 HK	恒安国际	中性	24.80	22.64	-8.7%	2025 年 03 月 26 日	个护家清
9922 HK	九毛九	中性	2.76	2.79	1.1%	2025 年 07 月 22 日	餐厅
9896 HK	名创优品	买入	39.06	48.70	24.7%	2025 年 08 月 22 日	零售
2020 HK	安踏	买入	99.40	110.20	10.9%	2025 年 07 月 16 日	运动品牌
2331 HK	李宁	中性	18.11	16.28	-10.1%	2025 年 07 月 15 日	运动品牌
3813 HK	宝胜国际	买入	0.52	0.74	42.3%	2025 年 08 月 12 日	体育用品经销商
6110 HK	滔搏国际	中性	3.16	2.98	-5.8%	2025 年 06 月 26 日	体育用品经销商

资料来源: FactSet, 交银国际预测 数据截至 2025 年 8 月 22 日

2025 年 8 月 22 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)
毛利	13,352	14,156	14,242	14,837	15,435
销售及管理费用	(9,793)	(10,478)	(11,211)	(11,436)	(11,550)
经营利润	3,559	3,678	3,031	3,401	3,885
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
税前利润	4,256	4,110	3,568	3,984	4,533
税费	(1,069)	(1,097)	(890)	(994)	(1,131)
非控股权益	(0)	0	0	0	0
净利润	3,187	3,013	2,678	2,990	3,402

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
总流动资产	13,653	20,528	21,249	22,473	24,076
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
总长期资产	20,555	15,180	15,873	16,354	16,598
总资产	34,208	35,708	37,121	38,827	40,674
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
总流动负债	7,268	7,586	7,660	7,871	8,017
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
总长期负债	2,533	2,019	2,019	2,019	2,019
总负债	9,801	9,605	9,679	9,890	10,036
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
股东权益	24,407	26,104	27,442	28,937	30,638
非控股权益	0	0	0	0	0
总权益	24,407	26,104	27,442	28,937	30,638

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
经营活动现金流	4,063	5,102	4,162	4,673	5,377
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
投资活动现金流	(2,602)	(1,293)	(2,130)	(2,207)	(2,266)
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
融资活动现金流	(4,201)	(2,296)	(1,339)	(1,495)	(1,701)
汇率收益/损失	40	(49)	0	0	0
年初现金	7,382	5,444	7,499	8,191	9,162
年末现金	5,444	7,499	8,191	9,162	10,572

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(人民币)					
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
每股账面价值	9.436	10.135	10.655	11.235	11.896
利润率分析(%)					
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
盈利能力(%)					
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
其他					
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

2025 年 8 月 22 日

李宁 (2331 HK)

交銀國際

香港中環德輔道中 68 號萬宜大廈 9 樓

總機: (852) 3766 1899 傳真: (852) 2107 4662

評級定義

分析員個股評級定義：

買入：預期個股未來12個月的總回報**高于**相關行業。

中性：預期個股未來12個月的總回報與相關行業**一致**。

沽出：預期個股未來12個月的總回報**低于**相關行業

無評級：對於個股未來12個月的總回報與相關行業的比較，分析員**並無確信觀點**。

分析員行業評級定義：

領先：分析員預期所覆蓋行業未來12個月的表現相對於大盤標杆指數**具吸引力**。

同步：分析員預期所覆蓋行業未來12個月的表現與大盤標杆指數**一致**。

落后：分析員預期所覆蓋行業未來12個月的表現相對於大盤標杆指數**不具吸引力**。

香港市場的標杆指數為**恒生綜合指數**，A股市場的標杆指數為**MSCI中國A股指數**，美國上市中概股的標杆指數為**標普美國中概股50（美元）指數**

2025 年 8 月 22 日

李宁 (2331 HK)

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、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、搜康视云制药有限公司、富卫集团有限公司、宜搜科技控股有限公司及广州银诺医药集团股份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，并可能受送递延误、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。