

# 李宁 (02331.HK)

## 2025H1 经营超预期，关注公司长期业绩改善

公司 2025H1 营收增长 3.3%，经营利润增长 1.5%，归母净利润下降 11%，整体表现超预期。2025H1 公司营收同比增长 3.3% 至 148.17 亿元，毛利率同比-0.4pcts 至 50%，我们判断毛利率的下降一方面同直营业务折扣加深有关，另一方面加盟渠道占比的提升也对毛利率带来一定的负面压力，2025H1 公司管理+销售费用率同比下降 0.7pcts 至 34.2%。综合来看 2025H1 公司经营利润率率同比下降 0.2pcts 至 16.5%，经营利润同比增长 1.5% 至 24.38 亿元，归母净利润同比下降 11% 至 17.4 亿元，归母净利率率同比下降 1.9pcts 至 11.7%，归母净利润同经营利润的增速差异主要系期内公司对境内外资金结构进行调整从而产生较大的预提所得税。派息方面，2025H1 公司派息比率为 50%，同比持平，公司持续重视股东回报。

**李宁成人装：2025H1 公司持续推动渠道结构优化，在品类层面跑步、综训业务表现亮眼。**

**1) 渠道端：2025H1 线下直营渠道仍有净关店以提升盈利能力，电商增速较快同时经营情况优异。**

① **线下业务：专业渠道发货带动批发业务营收增长，直营渠道门店调整导致营收下滑。** 2025H1 李宁牌批发业务营收同比增长 5% 至 64.8 亿元，直营渠道营收同比下降 4% 至 32.3 亿元，我们判断期内批发业务增速较快，部分原因系专业渠道发货贡献所致，而针对直营渠道公司继续对低效店铺进行关停整改，以提升盈利能力，截止 2025H1 李宁成人装直营/批发门店数量较年初分别-19/+1 至 1278/4821 家。展望 2025 年，考虑到消费环境的不确定性我们预计 2025 年直营业务或仍将处于调整阶段，与此同时下半年由于多节假日是鞋服销售旺季，批发拓店力度环比上半年有望加大，同时专业渠道发货仍将继续带动批发业务增长。

② **电商业务：销售增速优异，运营情况健康。** 2025H1 电商业务直营流水同比增长高单位数，李宁上半年电商表现仍优于线下。从经营质量来看，面对相对激烈的市场竞争，李宁上半年电商零售折扣同比加深约 1pcts，电商库存周转维持在健康水准。

**2) 产品端：立足专业运动定位，围绕消费者需求，提升产品竞争力。** 2025H1 李宁成人流水同比增长 2%，其中跑步/综训/篮球/运动生活流水同比+15%/+15%/-20%/-7%，目前专业运动品类流水占比已经超过 60%。2025H1 李宁跑步、综训品类流水延续快速增长势头，上半年专业跑鞋总销量突破 1400 万双，其中超轻、赤兔、飞电三大核心系列销售突破 526 万双；综训品类中，李宁运用航天航空技术赋能产品研发，速干衣以及防晒服产品市场反馈良好。在传统的核心品类基础上，2025 年李宁持续推进多品类探索，包括户外、网球、匹克球等项目，丰富李宁品类矩阵，为公司长期增长积蓄动能。

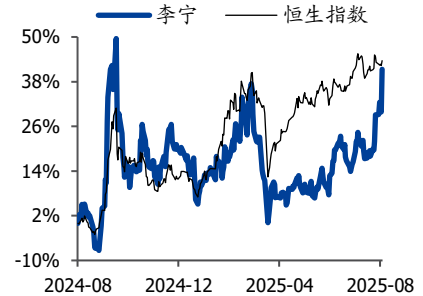
**童装业务：上半年增速优异，经营表现持续向好。** 2025H1 李宁童装线下流水同比增长 10%-20% 低段，门店数量较年初净关 33 家至 1435 家，公司持续优化童装产品结构，期内产品平均件单价略有提升，同时强化品牌推广，推动童装业务稳健增长。

买入 (维持)

### 股票信息

行业	服装家纺
前次评级	买入
08月22日收盘价(港元)	19.70
总市值(百万港元)	50,920.78
总股本(百万股)	2,584.81
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	28.33

### 股价走势



### 作者

分析师	杨莹
执业证书编号:	S0680520070003
邮箱:	yangying1@gszq.com
分析师	侯子夜
执业证书编号:	S0680523080004
邮箱:	houziye@gszq.com
分析师	王佳伟
执业证书编号:	S0680524060004
邮箱:	wangjiawei@gszq.com

### 相关研究

- 《李宁 (02331.HK): 2025Q2 终端流水略增, 库存情况健康》 2025-07-15
- 《李宁 (02331.HK): 2025Q1 流水稳健增长, 渠道库存健康》 2025-04-29
- 《李宁 (02331.HK): 2024 年经营质量优异, 关注公司长期增长能力》 2025-03-28

**现金储备充裕，库存质量健康，聚焦业务稳健增长。** 1) 现金流：2025H1 公司经营现金净流入 24.11 亿元，同比下降 12%，面对不利的消费环境，公司同渠道伙伴通力合作，确保经营活动稳健进行。截止 2025H1 末，公司账上净现金为 191.91 亿元，较年初增长 6%，现金储备充裕。2) 渠道库存：2025H1 公司库存较年初减少 7% 至 24 亿元，渠道库销比在 4 个月同比基本持平，现有渠道存货中 6 个月及以下新品占比 82%，整体保持大体稳定，渠道库存质量处于健康状态，波动环境下公司将库存健康度作为运营重点。

**我们预计公司 2025 年营收同比持平左右，归母净利润下降 21.5%。** 2025 年公司或将以稳健经营为核心业务理念，我们预计公司 2025 年收入持平左右，在费用方面，随着公司同奥委会合作的推进，我们判断下半年费用投入对比上半年或显著增加，综合来看预计公司 2025 年归母净利润下降 21.5%。

**公司持续推进产品以及营销策略优化，奠定长期增长基础。** 2025 年公司签约奥委会，并以奥运为重点进行品牌营销活动，下半年李宁将发布 2026 冬奥领奖服，并启动冬奥主题营销传播，该举措或将提升品牌影响力。从细分运动类别来看，公司专注跑步、篮球、综训、羽毛球、乒乓球和运动休闲六大核心品类，同时把握市场趋势拓展户外运动、网球和匹克球等细分品类，充实产品矩阵。因此长期来看，我们判断在多重举措的带动下，公司营收有望实现稳健且持续的增长，同时随着公司经营效率的改善，整体利润率有望稳定提升。

**盈利预测和投资建议：** 综合考虑短期消费环境的不确定性以及公司长期经营效率的不断提升，我们预计公司 2025~2027 年业绩为 23.66/25.40/27.59 亿元，对应 2025 年 PE 为 20 倍，维持“买入”评级

**风险提示：** 风险提示消费环境波动，盈利能力提升速度不达预期，门店优化不及预期等。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	27,598	28,676	28,919	30,808	32,611
增长率 yoy (%)	7.0	3.9	0.8	6.5	5.9
归母净利润 (百万元)	3,187	3,013	2,366	2,540	2,759
增长率 yoy (%)	-21.6	-5.5	-21.5	7.4	8.6
EPS 最新摊薄 (元/股)	1.23	1.17	0.92	0.98	1.07
净资产收益率 (%)	13.1	11.5	8.7	8.9	9.2
P/E (倍)	14.6	15.4	19.6	18.3	16.8
P/B (倍)	1.9	1.8	1.7	1.6	1.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 8 月 22 日收盘价

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	13653	20528	18618	20832	22378
现金	5444	7499	5548	7456	9170
应收账款及票据	1206	1005	1061	1140	1109
其他应收款	795	584	413	649	476
衍生金融工具及短投	3494	8264	8264	8264	8264
存货	2493	2598	2752	2745	2780
其他流动资产	221	579	579	579	579
<b>非流动资产</b>	20555	15180	18391	16999	17948
权益性投资	1607	1744	1881	2019	2156
固定资产	4124	4610	5072	4984	5211
无形资产	2405	1811	1721	1630	1540
其他非流动资产	12419	7014	9717	8366	9041
<b>资产总计</b>	34208	35708	37008	37830	40326
<b>流动负债</b>	7268	7586	7925	7296	8310
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款及票据	1790	1625	1964	1335	2348
其他流动负债	5479	5961	5962	5961	5961
<b>非流动负债</b>	2533	2019	1796	1978	2080
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2533	2019	1796	1978	2080
<b>负债合计</b>	9801	9605	9722	9273	10390
股本	240	236	236	236	236
股本溢价	10173	9011	9011	9011	9011
留存收益	13994	16856	18039	19310	20689
归属母公司股东权益	24407	26104	27287	28557	29936
少数股东权益	0	0	0	0	0
<b>负债和股东权益</b>	34208	35708	37008	37830	40326

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	4688	5268	3962	3451	6354
净利润	3187	3013	2366	2540	2759
折旧摊销	1872	1771	1629	2178	2864
财务费用	-395	-273	-196	-195	-249
投资损失	0	0	-317	-287	-302
营运资金变动	-31	143	299	-936	1182
其他经营现金流	55	614	180	150	100
<b>投资活动现金流</b>	-2449	-451	-4703	-649	-3611
资本支出	-2015	-1503	-593	359	-34
长期投资	-391	1882	-1767	-2315	-3001
其他投资现金流	-42	-829	-2343	1307	-576
<b>筹资活动现金流</b>	-4217	-3184	-1210	-894	-1028
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	-872	-856	0	0	0
股本增加	7	-4	0	0	0
支付股利	-2175	-2191	-1183	-1270	-1379
其他筹资现金流	-1177	-134	-27	376	352
<b>现金净增加额</b>	-1978	1633	-1951	1908	1715

**利润表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	27598	28676	28919	30808	32611
营业成本	14246	14520	14714	15666	16573
销售费用	9080	9199	9948	10567	11185
管理费用	1256	1428	1440	1525	1614
财务费用	-395	-273	-196	-195	-249
其他非经营性损益	122	-330	-180	-150	-100
投资净收益	378	256	317	287	302
<b>营业利润</b>	3834	3729	3150	3382	3690
其他收入及其他收益	422	381	330	300	280
<b>利润总额</b>	4256	4110	3480	3682	3970
所得税	1069	1097	1113	1141	1211
<b>净利润</b>	3187	3013	2366	2540	2759
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	3187	3013	2366	2540	2759
EBITDA	5733	5608	4913	5665	6584
EPS (元)	1.23	1.17	0.92	0.98	1.07

**主要财务比率**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	7.0	3.9	0.8	6.5	5.9
营业利润(%)	-21.7	-2.8	-15.5	7.4	9.1
归属于母公司净利润(%)	-21.6	-5.5	-21.5	7.4	8.6
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	48.4	49.4	49.1	49.2	49.2
净利率(%)	11.5	10.5	8.2	8.2	8.5
ROE(%)	13.1	11.5	8.7	8.9	9.2
ROIC(%)	10.7	10.0	7.7	7.9	8.1
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	33.5	26.9	26.3	24.5	25.8
净负债比率(%)	17.9	8.1	15.3	6.4	4.1
流动比率	1.9	2.7	2.3	2.9	2.7
速动比率	1.5	2.4	2.0	2.5	2.4
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	24.8	25.9	28.0	28.0	29.0
应付账款周转率	8.4	8.5	8.2	9.5	9.0
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.23	1.17	0.92	0.98	1.07
每股经营现金流(最新摊薄)	1.81	2.04	1.53	1.34	2.46
每股净资产(最新摊薄)	9.44	10.10	10.56	11.05	11.58
<b>估值比率</b>					
P/E	14.6	15.4	19.6	18.3	16.8
P/B	1.9	1.8	1.7	1.6	1.6
EV/EBITDA	7.6	7.3	8.7	7.2	6.0

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 8 月 22 日收盘价

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com