

李宁 (02331.HK)

25H1 业绩点评：经营稳健，加大运动资源投入蓄力长期发展

买入（维持）

2025 年 08 月 24 日

证券分析师 汤军

执业证书：S0600517050001

021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

证券分析师 赵艺原

执业证书：S0600522090003

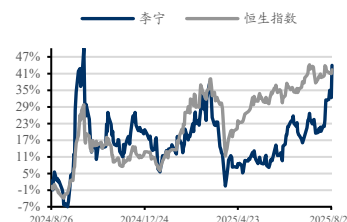
zhaoyy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	27,598	28,676	28,834	30,529	32,074
同比(%)	6.96	3.90	0.55	5.88	5.06
归母净利润（百万元）	3,187	3,013	2,313	2,598	2,926
同比(%)	(21.58)	(5.46)	(23.24)	12.31	12.64
EPS-最新摊薄（元/股）	1.23	1.17	0.89	1.00	1.13
P/E（现价&最新摊薄）	14.54	15.38	20.04	17.84	15.84

投资要点

- **公司公布 25H1 业绩：**25H1 实现收入 148.2 亿元/yoy+3.3%、归母净利润 17.4 亿元/yoy-11.0%，收入稳健增长，利润下滑主因有效税率提升及资产减值影响。中期派息 33.59 分/股，派息率约 50%。
- **电商渠道、鞋类及器材配件带动增长。**1) **分渠道看**，25H1 电商/特许经销商/直营零售收入分别同比+7.4%/+4.4%/-3.4%。电商渠道通过优化平台运营及深化线上营销，贡献最大增量；批发收入小幅增长主要来自专业渠道销售带动，截至 25H1 末批发门店同比+77 家至 4821 家；直营受店铺结构优化调整影响收入下降，截至 25H1 末直营门店同比-217 家至 1278 家。2) **分产品看**，25H1 鞋类/服装/器材及配件收入分别同比+4.9%/-3.4%/+23.7%。鞋类业务保持增长，三大核心跑鞋 IP“超轻”、“赤兔”、“飞电”期内销量突破 526 万双；服装销售相对疲软。
- **利润率承压，库存周转保持健康水平。**1) **毛利率：**25H1 毛利率同比-0.4pct 至 50.0%，主因渠道结构调整及直营渠道折扣力度加大。2) **费用率：**25H1 销售及行政费用率 34.2%，同比下降 0.7pct。其中销售费用率同比-1.2pct 至 29.0%，主要得益于直营渠道收入下滑因此相关投入减少，预计下半年奥运赞助等营销推广费用将显著提升；行政费用率同比+0.5pct 至 5.2%，主要由于收购凯胜牌产生的商誉于本期确认 7,239 万元减值。3) **归母净利率：**结合投资性房地产减值 1.06 亿元及有效税率从 25.3%大幅提升至 33.3%等因素，25H1 归母净利率同比-1.9pct 至 11.7%。4) **存货：**截至 25H1 存货 24.3 亿元/yoy+5%，渠道库销比 4 个月左右，维持健康周转。5) **现金流：**25H1 经营现金流净额 24.1 亿元/yoy-11.7%，主要来自存货和应收账款有所增加。期末现金及存款余额达 191.9 亿元，资金状况充裕。
- **盈利预测与投资评级：**展望下半年，公司将持续深化“单品牌、多品类、多渠道”战略，并借助与中国奥委会的合作，增加专业运动资源投入，同时公司已将内部组织结构调整为以品类制为核心的业务模型，提升品类经营效率，拓展多品类如乒乓球、羽毛球、匹克球、网球、高尔夫球等。我们维持 25-27 年归母净利润预测值 23.13/25.98/29.26 亿元，对应 PE 分别为 20/18/16X，公司经营基本盘稳固，渠道库存趋于健康，未来随奥运主题营销催化有望释放业绩弹性，维持“买入”评级。
- **风险提示：**消费复苏不及预期，行业竞争加剧，运动资源投入产出效果不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	19.70
一年最低/最高价	12.56/21.00
市净率(倍)	1.71
港股流通市值(百万港元)	46,485.58

基础数据

每股净资产(元)	10.51
资产负债率(%)	26.13
总股本(百万股)	2,584.81
流通股本(百万股)	2,584.81

相关研究

《李宁(02331.HK): 25Q2 流水点评：折扣加深，库存改善，预计下半年增加费用投放》

2025-07-15

《李宁(02331.HK): 2024 年业绩点评：优化渠道结构，合作中国奥委会加大投入》

2025-04-01

李宁三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	20,528.24	21,865.74	23,314.83	24,855.98	营业总收入	28,675.64	28,834.37	30,528.88	32,074.09
现金及现金等价物	7,498.60	8,645.71	9,837.23	11,130.08	营业成本	14,519.54	14,858.80	15,558.85	16,266.37
应收账款及票据	1,004.59	1,201.43	1,272.04	1,336.42	销售费用	9,198.91	9,659.51	10,227.17	10,584.45
存货	2,598.23	2,889.21	3,025.33	3,162.90	管理费用	1,427.91	1,585.89	1,679.09	1,764.07
其他流动资产	9,426.83	9,129.39	9,180.23	9,226.58	经营利润	3,529.29	2,730.16	3,063.77	3,459.20
非流动资产	15,180.16	15,643.16	16,091.28	16,689.78	利息收入	429.53	224.96	259.37	295.12
固定资产	4,610.45	4,362.92	4,164.90	4,086.48	利息支出	156.53	150.00	150.00	150.00
商誉及无形资产	1,811.40	2,119.09	2,365.24	2,642.16	其他收益	307.33	363.09	385.18	403.81
长期投资	1,743.94	1,843.94	1,943.94	2,043.94	利润总额	4,109.61	3,168.21	3,558.32	4,008.13
其他长期投资	5,742.11	6,042.11	6,342.11	6,642.11	所得税	1,096.69	855.42	960.75	1,082.19
其他非流动资产	1,272.26	1,275.10	1,275.10	1,275.10	净利润	3,012.92	2,312.79	2,597.57	2,925.93
资产总计	35,708.41	37,508.90	39,406.11	41,545.77	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债	7,585.95	8,200.91	8,661.21	9,089.60	归属母公司净利润	3,012.92	2,312.79	2,597.57	2,925.93
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBIT	3,836.62	3,093.25	3,448.95	3,863.01
应付账款及票据	1,625.13	1,857.35	1,944.86	2,033.30	EBITDA	5,667.17	4,633.10	5,000.82	5,264.51
其他	5,960.81	6,343.56	6,716.35	7,056.30					
非流动负债	2,018.77	1,920.56	1,920.56	1,920.56					
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00					
其他	2,018.77	1,920.56	1,920.56	1,920.56					
负债合计	9,604.72	10,121.47	10,581.77	11,010.16					
股本	235.85	235.85	235.85	235.85	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	1.17	0.89	1.00	1.13
归属母公司股东权益	26,103.69	27,387.43	28,824.34	30,535.61	每股净资产(元)	10.10	10.60	11.15	11.81
负债和股东权益	35,708.41	37,508.90	39,406.11	41,545.77	发行在外股份(百万股)	2,584.81	2,584.81	2,584.81	2,584.81
					ROIC(%)	11.14	8.44	8.96	9.50
					ROE(%)	11.54	8.44	9.01	9.58
					毛利率(%)	49.37	48.47	49.04	49.29
					销售净利率(%)	10.51	8.02	8.51	9.12
					资产负债率(%)	26.90	26.98	26.85	26.50
					收入增长率(%)	3.90	0.55	5.88	5.06
					净利润增长率(%)	(5.46)	(23.24)	12.31	12.64
					P/E	15.38	20.04	17.84	15.84
					P/B	1.78	1.69	1.61	1.52
					EV/EBITDA	5.51	8.14	7.30	6.69

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2025年8月24日的0.91,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>