

2025 年 8 月 25 日

李宁(2331.HK)

SDIOSI

公司动态分析

证券研究报告

运动鞋服

投资评级:

买入

维持评级

6 个月目标价

22.6 港元

股价 2025-8-22

19.7 港元

跑步品类持续引领增长，全年指引维持

事件：李宁公布 25H1 业绩表现，收入同比增长 3.3%，归母净利润同比下滑 11%。公司宣派股息 33.59 分/股（人民币，下同，列明除外），派息率约 50%。综合考虑，我们预测 2025-2027 年 EPS 为 0.94/1.07/1.18 元（人民币，下同，列明除外），给予 2025 年 22 倍 PE，目标价 22.6 港元，维持“买入”评级。

报告摘要

收入稳中有增，折扣方面存在一定压力。上半年公司录得收入 148.17 亿元，同比增长 3.3%，全渠道流水同比录得低单位数增长。其中，批发业务收入同比增长 5.0%至 64.81 亿元，直营收入同比下滑 4.3%至 32.34 亿元，电商收入同比增长 6.5%至 51.02 亿元，电商维持较好增长。公司通过合理安排发货节奏来保证终端健康，但由于行业需求疲软以及竞争加剧，Q2 线上线下的折扣均有低单位数的同比加深，给毛利率带来一定压力，上半年毛利率为 50.0%，同比下滑 0.4pp，预计 7-8 月的折扣进一步下探，也会给全年毛利率带来一定压力。

跑步及综训增速引领，篮球业务仍在调整中。从不同的品类来看，增长主要来自于跑步和综训品类的引领，上半年均录得 15%的流水增长。据公司披露，专业跑鞋在上半年销量突破 1400 万双，超轻、赤兔、飞电三大核心系列总销量突破 526 万双。运动生活品类下滑 7%，篮球品类仍在调整中，上半年流水下滑 20%，公司主动调整发货节奏，确保终端生意稳健。6 月公司签约的篮球代言人杨瀚森以首轮第 16 顺位被波特兰开拓者队选中，后续预计也会推出相应的产品，有望带动篮球品类的增长。

门店数量仍在下降，渠道结构持续优化。截止 6 月 30 日，李宁大货门店数量为 6099 个，年初至今净减少 18 个，其中直营零售门店净减少 19 个，批发门店净增加 1 个；童装门店数量 1435 个，年初至今净减少 33 个。未来公司仍将持续对渠道结构进行优化，相信新店的布局也将按照计划进行拓展。

投资建议：公司与 COC 的合作逐步落地，并在后续持续开展营销活动，但今年表现可能受到消费环境影响仍有所承压。由于上半年业绩略超我们预期，我们上调 2025-2027 年 EPS 至 0.94/1.07/1.18 元（前值为 0.88/1.00/1.11 元），参考历史估值水平给予 2025 年 22 倍 PE，目标价 22.6 港元（前值为 19.2 港元），维持“买入”评级。

风险提示：宏观下行，零售环境恶化；行业竞争加剧；渠道改革不及预期。

财务及估值摘要

(年结 31/12; 人民币百万)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	27,598	28,676	28,734	30,536	31,983
增长率	7.0%	3.9%	0.2%	6.3%	4.7%
归母净利润(扣非)	3,187	3,013	2,419	2,764	3,046
增长率	-21.6%	-5.5%	-19.7%	14.2%	10.2%
毛利率	48.4%	49.4%	49.2%	49.4%	49.5%
归母净利率	11.5%	10.5%	8.4%	9.1%	9.5%
每股收益(元)	1.23	1.17	0.94	1.07	1.18
每股净资产(元)	9.44	10.13	10.62	11.16	11.76
市盈率	14.63	15.41	19.19	16.80	15.24
市净率	1.91	1.78	1.70	1.61	1.53
股息收益率(%)	3.04	3.24	2.85	3.25	3.58

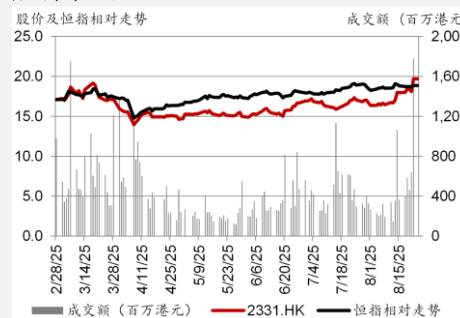
数据来源：公司资料，国证国际预测

总市值(百万港元)	50,920.78
流通市值(百万港元)	50,920.78
总股本(百万股)	2,584.81
流通股本(百万股)	2,584.81
12 个月低/高(港元)	13.5/19.8
平均成交(百万港元)	413.63

股东结构

非凡中国	12.58%
贝莱德	5.22%
ARGA Investment	5.06%
富达国际	4.97%
先锋领航	3.87%
其他	68.31%
总共	100.0%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	14.89	25.04	0.73
绝对收益	13.61	32.41	44.60

数据来源：Wind、港交所、公司

杨怡然 CFA

消费行业分析师

laurayang@sdicsi.com.hk

附表：财务报表预测

利润表（百万元）					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	27,598	28,676	28,734	30,536	31,983
销售成本	-14,246	-14,520	-14,597	-15,466	-16,151
毛利	13,352	14,156	14,137	15,069	15,832
销售费用	-9,080	-9,199	-9,626	-10,168	-10,586
管理费用	-1,256	-1,428	-1,580	-1,618	-1,663
经营溢利	3,539	3,683	3,070	3,407	3,713
财务开支	319	175	61	137	180
税前利润	4,256	4,110	3,383	3,812	4,172
所得税	-1,069	-1,097	-964	-1,048	-1,126
期内净利润	3,187	3,013	2,419	2,764	3,046
扣非归母净利润	3,187	3,013	2,419	2,764	3,046
EPS(元)	1.23	1.17	0.94	1.07	1.18
同比增长率					
收入(%)	6.96%	3.90%	0.20%	6.27%	4.74%
归母净利润(%)	-21.58%	-5.46%	-19.71%	14.24%	10.20%

资产负债表（百万元）					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	5,444	7,499	7,775	7,514	8,149
应收账款	1,206	1,005	1,200	1,143	1,311
存货	2,493	2,598	2,361	2,894	2,593
其他流动资产	4,510	9,427	9,731	10,045	10,369
流动资产总额	13,653	20,528	21,066	21,595	22,422
固定资产	4,279	4,761	5,286	5,757	6,182
无形资产	221	235	223	212	201
其他非流动资产	16,055	10,184	10,397	10,656	10,956
非流动资产总额	20,555	15,180	15,906	16,625	17,339
总资产	34,208	35,708	36,971	38,220	39,761
应付账款	1,790	1,625	1,814	1,830	1,976
应付即期税项	915	950	969	989	1,009
其他流动负债	4,563	5,010	4,856	4,714	4,584
流动负债总额	7,268	7,586	7,640	7,533	7,568
应付特许使用权	9	17	16	16	16
递延税项负债	627	569	540	513	488
其他非流动负债	1,897	1,434	1,500	1,571	1,645
非流动负债总额	2,533	2,019	2,057	2,100	2,148
总负债	9,801	9,605	9,696	9,633	9,716
股东权益	24,407	26,104	27,342	28,750	30,297

（转下页）

现金流量表 (百万元)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	4,688	5,268	3,892	3,537	4,379
投资活动现金流	-2,449	-840	-3,730	-3,468	-3,466
融资活动现金流	-4,217	-2,324	144	-301	-248
现金变化	-1,978	2,104	306	-232	665
期初持有现金	7,382	5,444	7,499	7,775	7,514
汇率变动	40	-49	-30	-30	-30
期末持有现金	5,444	7,499	7,775	7,514	8,149

重点财务数据					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
盈利能力					
毛利率	48.4%	49.4%	49.2%	49.4%	49.5%
扣非归母净利润率	11.5%	10.5%	8.4%	9.1%	9.5%
ROE	13.1%	11.9%	9.1%	9.9%	10.4%
营运表现					
行销费用/收入(%)	37.5%	37.1%	39.0%	38.6%	38.3%
实际税率(%)	25.1%	26.7%	28.5%	27.5%	27.0%
股息支付率(%)	45.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%
库存周转天数	63	64	62	62	62
应付账款天数	15	14	14	14	14
应收账款天数	43	43	43	43	43
杠杆比率					
资本负债率	28.7%	26.9%	26.2%	25.2%	24.4%
总资产/股本	1.4	1.4	1.4	1.3	1.3
利息覆盖倍数	19.5	14.5	12.8	15.3	17.7

资料来源：公司公告，国证国际预测

客户服务热线

香港: 2213 1888

国内: 40086 95517

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地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。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。国证国际,其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断,可随时更改而毋须另行通知。国证国际,其母公司或任何其附属公司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。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险,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。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,应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、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。投资银行或资产管理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。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际,其母公司和/或附属公司的一位或多位董事,高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

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),国证国际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。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此,投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突,而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权,任何人不得以任何目的复制,派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的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。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际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。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上;
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%;
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%;
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%;
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

国证国际证券(香港)有限公司

地址: 香港中环交易广场第一座三十九楼

电话: +852-2213 1000

传真: +852-2213 1010