

信义山证汇通天下

证券研究报告

纺织服饰

李宁 (02331.HK)

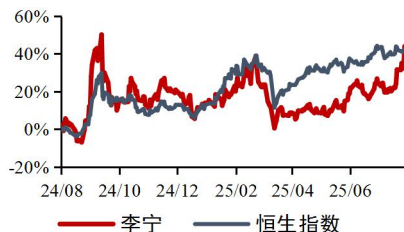
买入-A(维持)

2025H1 营收稳健增长，全渠道库存处于健康可控水平

2025 年 8 月 25 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



资料来源：最闻，山西证券研究所

市场数据：2025 年 8 月 22 日

收盘价（港元）：	19.700
年内最高/最低（港元）：	21.000/12.560
流通/总股本（亿股）：	25.85/25.85
流通市值（亿港元）：	509.21
总市值（亿港元）：	509.21

资料来源：最闻，山西证券研究所

分析师：

王冯

执业登记编码：S0760522030003

邮箱：wangfeng@sxzq.com

孙萌

执业登记编码：S0760523050001

邮箱：sunmeng@sxzq.com

事件描述

➢ 8 月 21 日，公司披露 2025 年上半年业绩，2025H1，公司实现营收 148.17 亿元，同比增长 3.3%，实现归母净利润 17.37 亿元，同比下降 11.0%。董事会建议派发 2025 年中期股息 33.59 分/股，中期派息率 50%。

事件点评

➢ **2025H1 公司营业收入稳健增长，零售流水表现与营收基本匹配。**营收端，2025H1，公司实现营收 148.17 亿元，同比增长 3.3%；公司全渠道零售流水同比增长低单位数。**业绩端**，2025H1，公司实现归母净利润 17.37 亿元，同比下降 11.0%。2025H1，公司营收增长、但业绩下滑，主因投资性房地产减值损失、汇兑损失、所得税率上升；2025H1，公司 EBITDA 为 35.13 亿元，同比增长 2.0%。

➢ **鞋类产品营收稳健增长，核心系列跑鞋销量突破 526 万双。**分产品看，2025H1，鞋、服装、配件和器材收入分别为 82.31、51.93、13.93 亿元，同比增长 4.9%、-3.4%、23.7%，收入占比为 55.6%、35.0%、9.4%，鞋类产品展现稳健增长。2025H1，跑步、运动休闲、篮球、综训四大品类零售流水占比分别为 34%、29%、17%、16%，零售流水同比变化分别为+15%、-7%、-20%、+15%。今年上半年，超轻、赤兔、飞电三大系列跑鞋销量突破 526 万双。**童装业务方面**，2025H1，童装零售流水同比增长中双位数，其中平均件单价略有提升，连带率同比持平；截至 2025H1 末，童装门店 1435 家，较期初净关闭 33 家。

➢ **直营渠道小幅承压，电商渠道增速领先。**分渠道看，**直营渠道方面**，2025H1，直营收入同比下降 3.4%至 33.83 亿元，直营门店 1278 家，较期初净关闭 19 家。**批发渠道方面**，2025H1，批发收入同比增长 4.4%至 68.83 亿元；剔除专业渠道发货，批发收入同比下降低单位数、零售流水同比增长低单位数。批发门店 4821 家，较期初净开 1 家。**电商渠道方面**，2025H1，电商渠道收入同比增长 7.4%至 43.00 亿元，电商零售流水同比增长高单位数，其中电商客流提升中双位数、生意转化率保持稳定、平均折扣加深 1pct。

➢ **渠道结构变化致毛利率小幅下滑，全渠道库存周转保持健康水平。**盈利能力方面，2025H1，公司毛利率为 50.0%，同比下滑 0.4pct，主因高毛利率的直营渠道收入占比下降及直营门店零售折扣有所加深。2025H1，公司销售费用率为 29.0%，同比下滑 1.2pct，其中广告及市场推广费用率同比提升 0.3pct 至 9.0%。公司管理费用率为 5.2%，同比提



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1

升 0.5pct，其中研发费用率同比提升 0.1pct 至 2.3%；员工成本开支占收入比重同比下滑 0.8pct 至 7.7%。叠加投资性房地产减值损失、汇兑损失、所得税率上升，综合影响下，2025H1，经营利润率同比下滑 0.3pct 至 16.5%，归母净利率同比下滑 1.9pct 至 11.7%。存货方面，截至 2025H1 末，公司存货金额 24.28 亿元，同比增长 5.0%，存货周转天数 61 天，同比减少 1 天。全渠道库销比 4.0 个月，同比基本持平。经营活动现金流方面，2025H1，公司经营活动现金流净额为 24.11 亿元，同比下降 11.7%。

投资建议

➤ 2025 年上半年，公司营收及经营利润取得稳健增长，跑步品类表现突出。在渠道方面，电商渠道客流显著提升，线下渠道强化经营效率提升，店铺数量扩张有限。截至 2025H1 末，公司全渠道库存保持健康可控水平。预计公司 2025-2027 年 EPS 为 1.02/1.14/1.21 元，8 月 22 日收盘价对应公司 2025-2027 年 PE 为 17.5/15.8/14.9 倍，维持“买入-A”建议。

风险提示

➤ 国内消费市场恢复不及预期；电商渠道增长不及预期；行业竞争加剧；下沉市场拓展不及预期。

财务数据与估值：

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	27,598	28,676	28,956	30,036	31,170
YoY(%)	7.0	3.9	1.0	3.7	3.8
净利润(百万元)	3,187	3,013	2,649	2,935	3,120
YoY(%)	-21.6	-5.5	-12.1	10.8	6.3
毛利率(%)	48.4	49.4	49.8	49.9	49.9
EPS(摊薄/元)	1.23	1.17	1.02	1.14	1.21
ROE(%)	13.1	11.5	9.7	10.1	10.1
P/E(倍)	14.6	15.4	17.5	15.8	14.9
P/B(倍)	1.9	1.8	1.7	1.6	1.5
净利率(%)	11.5	10.5	9.1	9.8	10.0

数据来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	13653	20528	17939	21449	24263
现金	8938	15763	13528	16272	19552
应收票据及应收账款	1206	1005	1235	1118	1300
预付账款	0	0	0	0	0
存货	2493	2598	2292	2886	2480
其他流动资产	1017	1162	884	1173	930
非流动资产	20555	15180	18987	17685	16626
长期投资	1607	1744	2181	2663	3101
固定资产	6308	6187	5302	4572	3814
无形资产	376	386	378	364	353
其他非流动资产	12265	6864	11126	10085	9358
资产总计	34208	35708	36926	39133	40889
流动负债	7268	7586	7388	7871	7888
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	5046	5675	5318	5794	5828
其他流动负债	2223	1911	2070	2077	2060
非流动负债	2533	2019	2208	2253	2160
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2533	2019	2208	2253	2160
负债合计	9801	9605	9596	10124	10048
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	240	236	236	236	236
资本公积	25205	26159	26159	26159	26159
留存收益	0	0	1668	3417	5240
归属母公司股东权益	24407	26104	27330	29009	30841
负债和股东权益	34208	35708	36926	39133	40889

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	4688	5268	3785	3488	4391
净利润	3187	3013	2649	2935	3120
折旧摊销	1897	1897	965	988	1026
财务费用	-319	-175	-121	-117	-194
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	791	0	156	-283	483
其他经营现金流	-868	534	136	-35	-43
投资活动现金流	-2449	-2449	-4892	366	60
筹资活动现金流	-4217	-4217	-1128	-1110	-1170
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.23	1.17	1.02	1.14	1.21
每股经营现金流(最新摊薄)	1.51	1.81	1.46	1.35	1.70
每股净资产(最新摊薄)	9.44	10.10	10.57	11.22	11.93

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	27598	28676	28956	30036	31170
营业成本	14246	14520	14536	15048	15616
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	9080	9199	9266	9582	9912
管理费用	1256	1428	1477	1532	1590
财务费用	-319	-175	-121	-117	-194
资产减值损失	0	0	300	100	100
公允价值变动收益	20	0	15	11	9
营业利润	3559	3678	3513	3903	4155
营业外收入	524	154	100	100	100
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	4256	4110	3613	4003	4255
所得税	1069	1097	964	1068	1136
税后利润	3187	3013	2649	2935	3120
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	3187	3013	2649	2935	3120
EBITDA	5885	3637	4139	4544	4743

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	7.0	3.9	1.0	3.7	3.8
营业利润(%)	-27.2	3.3	-4.5	11.1	6.5
归属于母公司净利润(%)	-21.6	-5.5	-12.1	10.8	6.3
获利能力					
毛利率(%)	48.4	49.4	49.8	49.9	49.9
净利率(%)	11.5	10.5	9.1	9.8	10.0
ROE(%)	13.1	11.5	9.7	10.1	10.1
ROIC(%)	11.4	9.7	8.0	8.5	8.4
偿债能力					
资产负债率(%)	28.7	26.9	26.0	25.9	24.6
流动比率	1.9	2.7	2.4	2.7	3.1
速动比率	1.4	2.2	2.0	2.2	2.6
营运能力					
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	25.9	25.5	25.8
应付账款周转率	2.8	2.7	2.6	2.7	2.7
估值比率					
P/E	14.6	15.4	17.5	15.8	14.9
P/B	1.9	1.8	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	6.8	9.1	8.6	7.2	6.2

数据来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履

何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

