

李宁(02331)

报告日期: 2025年08月25日

中报超预期，期待奥运为代表的专业资源发力

——李宁点评报告

投资要点

25中报：跑步、综训继续领跑，费用控制良好带动利润表现超预期

25H1公司零售流水同比+2%，其中跑步同比+15%、综训同比+15%，篮球同比-20%，休闲同比-7%，跑步与综训继续领跑。

25H1报表收入148.2亿（同比+3.3%），其中电商增长7.4%继续领跑，批发收入增长4.5%（剔除专业渠道发货下降小单位数），直营收入下降3.4%。

25H1毛利率50.0%（同比-0.4pp），来自DTC占比下降、直营折扣加深；销售费用率29.0%（同比-1.2pp），是利润超预期的主要来源，费用率下降与渠道效率优化、直营占比降低有关；广告投入增加在上半年还未明显体现（仅从12.5亿到13.4亿），预计奥运相关费用对利润影响在下半年较为明显；管理费用率5.2%（同比+0.5pp），增加与凯胜商誉减值7239万元有关；其他收入及收益9390万元，去年同期1.8亿，主要与投资性房地产减值1.06亿有关，营业利润24.4亿（+1.5%），营业利润率16.5%（-0.3pp），财务净收入3431万元，去年同期1.0亿，来自利息收入降低、汇兑损失增加；税前利润同比-0.3%，所得税率33.3%，去年同期25.3%，提升来自境内外资金结构变化；净利润17.4亿（-11.0%），净利率11.7%（-1.9pp）。

库存周转及库龄结构保持稳定

公司渠道存货4.0个月，同比去年3.9个月基本稳定，6个月以内库龄新品占比82%；公司报表存货拨备前金额26.2亿，同比+6%，6个月以下库龄新品占比77%，库存和库龄同比都基本保持稳定。

奥运投入5月起逐步体现，跑步、篮球专业资源不断丰富

公司与中国奥组委已经完成正式签约，成为2025-2028年中国奥委会及中国体育代表团官方体育服装合作伙伴，5月开始正式推动相关投入，包括①周期内日常赞助、②大赛相关领奖服和比赛装备赞助、③事件性营销投放，随赛事发生，25H2、26年投放规模预计会逐步增加。目前奥运主线产品荣耀系列已经陆续投放市场，后续品类将继续丰富，随着下半年成都世界运动会、米兰冬奥会领奖服发布、冬奥出征仪式等，下半年有望看到更多奥运营销动作。

跑步方面，年内公司赞助无锡、北京半马，8月重启LNRC俱乐部“百炼成杰”活动；篮球方面，通过杨翰森、曾凡博等球员在NBA的活跃收获大量关注，羽毛球、乒乓球、户外、网球、匹克球等小品类产品线及赞助资源持续丰富，积极投入下品牌声量提升值得持续期待

盈利预测与估值：

随着奥运资源的落地，公司预计将加大在专业研发、体育事业深耕、各类赛事赞助及不同层级消费者曝光方面的资源投入，以争取中长期的专业运动卡位。预计公司25/26/27年收入293/306/318亿元，同比+2.0%/+4.6%/+3.7%，归母净利润24.2/28.1/32.7亿元，同比-20%/+16%/+16%，对应当前PE 20/17/15X。公司中长期仍是在品牌声量、产品口碑及业绩增长上最值得期待的大众运动品牌之一，期待品牌增长动能逐步修复+渠道精细化运营带动效率提升+户外、女子、网球、匹克球等细分品类发展创新，维持“买入”评级。

风险提示：客流不稳定，特殊舆论事件影响品牌宣传推广效果

投资评级：买入(维持)

分析师：马莉

执业证书号：S1230520070002

mali@stocke.com.cn

分析师：詹陆雨

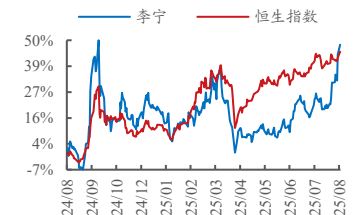
执业证书号：S1230520070005

zhanluyu@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	HK\$20.28
总市值(百万港元)	52,419.97
总股本(百万股)	2,584.81

股票走势图



相关报告

- 《流水符合预期，奥运投放5月起逐步落地》 2025.07.16
- 《运营提效，积极投入培育竞争力》 2025.03.30
- 《Q3流水符合预期，成立合营公司推进国际化》 2024.10.23

财务摘要

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	28,676	29,252	30,610	31,753
(+/-) (%)	3.90%	2.01%	4.64%	3.73%
归母净利润	3,013	2,421	2,814	3,265
(+/-) (%)	-5.46%	-19.64%	16.23%	16.03%
每股收益(元)	1.17	0.94	1.09	1.26
P/E	15.8	19.7	17.0	14.6

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	20,528	22,046	23,477	24,936
现金	7,499	8,654	10,004	11,050
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	1,005	1,162	1,192	1,250
其它应收款	245	258	271	284
存货	2,598	2,747	2,738	3,029
其他	9,181	9,226	9,273	9,322
非流动资产	15,180	14,762	14,743	14,735
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	2,378	2,378	2,378	2,378
固定资产	4,610	4,527	4,390	4,245
无形资产	235	239	236	233
有使用权资产	1,577	1,734	1,908	2,099
其他	6,380	5,883	5,831	5,781
资产总计	35,708	36,808	38,221	39,671
流动负债	7,586	7,261	7,482	7,552
短期借款	0	0	0	0
应付款项	1,625	1,791	1,950	1,957
预收账款	4,049	4,090	4,131	4,172
其他	1,911	1,380	1,401	1,422
非流动负债	2,019	2,076	2,138	2,207
长期借款	0	0	0	0
其他	2,019	2,076	2,138	2,207
负债合计	9,605	9,336	9,620	9,759
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权	26,104	27,471	28,600	29,912
负债和股东权益	35,708	36,808	38,221	39,671

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	5,268	2,767	3,479	3,459
净利润	3,013	2,421	2,814	3,265
折旧摊销	316	356	398	407
财务费用	175	100	173	194
投资损失	(256)	(308)	(369)	(443)
营运资金变动	657	(112)	166	(314)
其它	1,363	308	297	350
投资活动现金流	(840)	(105)	(918)	(1,006)
资本支出	799	800	800	800
长期投资	2,125	(58)	(57)	(56)
其他	(2,084)	(636)	175	262
筹资活动现金流	(2,324)	(1,506)	(1,211)	(1,407)
债务增加	0	0	0	0
股息及利息支付	(1,434)	(1,506)	(1,211)	(1,407)
其他	(890)	0	0	0
现金净增加额	2,104	1,155	1,350	1,046

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	28,676	29,252	30,610	31,753
营业成本	(14,520)	(14,966)	(15,631)	(16,148)
销售费用	(9,199)	(9,741)	(10,101)	(10,161)
管理费用	(1,428)	(1,521)	(1,531)	(1,588)
其他收入及收益	154	129	131	172
营业利润	3,678	3,153	3,478	4,028
财务费用	175	100	173	194
以权益法核算的投资收	256	308	369	443
除税前溢利	4,110	3,561	4,020	4,665
所得税	(1,097)	(1,139)	(1,206)	(1,399)
净利润	3,013	2,421	2,814	3,265
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	3,013	2,421	2,814	3,265
EBITDA	3,845	3,380	3,745	4,263
EPS (最新摊薄)	1.17	0.94	1.09	1.26

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	3.90%	2.01%	4.64%	3.73%
营业利润	3.35%	-14.28%	10.31%	15.80%
归属母公司净利润	-5.46%	-19.64%	16.23%	16.03%
获利能力				
毛利率	49.37%	48.84%	48.93%	49.14%
净利率	10.51%	8.28%	9.19%	10.28%
ROE	11.93%	9.04%	10.04%	11.16%
ROIC	9.91%	7.49%	8.19%	9.02%
偿债能力				
资产负债率	26.90%	25.37%	25.17%	24.60%
净负债比率	36.79%	33.99%	33.64%	32.63%
流动比率	2.71	3.04	3.14	3.30
速动比率	2.33	2.62	2.74	2.86
营运能力				
总资产周转率	0.82	0.81	0.82	0.82
应收账款周转率	21.00	27.00	26.00	26.00
应付账款周转率	8.50	8.50	8.00	8.00
每股指标(元)				
每股收益	1.17	0.94	1.09	1.26
每股经营现金	2.04	1.07	1.35	1.34
每股净资产	10.10	10.63	11.06	11.56
估值比率				
P/E	15.84	19.72	16.96	14.62
P/B	1.83	1.74	1.67	1.60
EV/EBITDA	12.96	14.32	12.64	10.89

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>