

买入

2025 年 08 月 26 日

2025 年上半年业绩优于预期；维持全年展望

- **2025 年上半年业绩概况：**公司录得收入 148.2 亿元人民币（下同），同比增长 3.3%。自营零售/批发/电商/海外业务分别增长-3.4%/+4.4%/+7.4%/+0.7%。品类来看：鞋增长 4.9%，服装减少 3.4%，配件增长 9.4%；跑步零售流水增长 15%（三大核心 IP 累计销量破 526 万双），综训增长 15%，篮球及运动休闲分别下跌 20%/7%。毛利率下跌 0.4 个百分点到 50.0%；受自营渠道收入比例下降和折扣力度加大的影响。经营开支比率减少 0.7pct 到 34.2%，受益于渠道布局的优化。经营利润和股东应占净利润分别增长 1.5%和下跌 11.0%到 24.4 及 17.4 亿元。经营利润率和股东应占净利润率分别为 16.5%及 11.7%。经营利润表现优于预期。末期派发股息每股 33.59 分人民币；派息比率维持在 50%。经营现金流金额为 24.1 亿元，同比减少 11.7%。净现金为 191.9 亿元。
- **其他营运指标：**于上半年，集团整体零售流水（包括线上及线下）录得低单位数的增长；零售/批发/电商分别录得低单位数下降/低单位数的增长/高单位数的增长。线下经营趋于稳定，整体线下流水略有增长，客流有低单位数的下降，线下折扣加深少于 1pct（约为 6 折高段），平均单价有低单位数的下降。线上方面：直营流水提升高单位数，客流增加 10-20%低段，转化率持平，折扣率加深约 1pct。整体渠道存货周转月为 4.0（维持稳定）；6 个月或以内的存货占为 82%。公司库存同比增加 6%到 26.2 亿元；6 个月或以内的存货占比为 77%。李宁牌和李宁 YOUNG 的销售点分别为 6099(同比减少 18 个)和 1435 个(同比减少 33 个)；店铺总面积基本持平，平均月店效为 30 万元。大店数目约为 1527 个，平均面积约 409 平方米。9 代店数为 1317 家，平均店效为 32 万元。相信儿童，中国李宁和李宁 1990 的平均店效分别约为 14 万元，33 万元和 27 万元。
- **维持 2025 年全年的展望：**据了解，7 和 8 月份线下的表现比第二季度有所减少，零售折扣率也在加深。预计第三季度的毛利率会有压力。费用方面：下半年会有所加大，主要由于中国奥委会的合作和下半年的费用一般比上半年多；但我们相信这些投入将能更好地推动集团未来的增长。纵使短期的经营环境还是有挑战；维持全年的展望，预计收入增长保持持平，全年净利润率约在高单位数水平。门店方面，预计直营会净关 10-20 家，批发净开 50 家，儿童，中国李宁和李宁 1990 分别净开 60 家/净关 10 家//净关 10 家。
- **目标价 24.72 港元，维持买入评级：**2025 年上半年业绩优于预期。纵使短期的经营环境还是有挑战和公司需要加大投入会导致短期业绩有压力，但我们相信这些投入能更好地推动集团未来的增长。考虑到公司的品牌力和专业产品的研发能力，稳定的库存管理和稳健的资产负债状况，大股东也在增持以表示对集团的信心；我们维持买入评级，目标价 24.72 港元，相当于 2026 年每股盈利预测的 20 倍。
- **风险因素：**我们认为以下是一些比较重要的风险：1) 收入增长不及预期、2) 国际品牌的竞争、3) 宏观经济的影响等。

王柏俊

852-25321915

patrick.wong@firstshanghai.com.hk

主要数据

行业	服装纺织
股价	20.28 港元
目标价	24.72 港元 (+21.9%)
股票代码	2331
已发行股本	25.85 亿股
市值	524 亿港元
52 周高/低	20.90/12.33 港元
每股净现值	10.51 人民币
主要股东	非凡中国 (11.23%)

盈利摘要

截止12月31日财政年度	2023实际	2024实际	2025预测	2026预测	2027预测
收入 (百万人民币)	27,598.5	28,675.6	29,012.8	30,573.4	32,454.1
变动 (%)	7.0%	3.9%	1.2%	5.4%	6.2%
净利润 (百万人民币)	3,187	3,013	2,617	2,921	3,248
每股收益 (人民币)	1.22	1.17	1.02	1.13	1.26
变动 (%)	-21.6%	-4.0%	-13.2%	11.6%	11.2%
市盈率 (倍, @20.28港元)	15.6	16.3	18.8	16.8	15.1
每股派息 (人民币)	0.55	0.58	0.51	0.57	0.63
息率 (%)	2.9%	3.1%	2.7%	3.0%	3.3%

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：彭博

附录 1：主要财务报表

损益表						财务分析					
<人民币> <百万>, 财务年度截至<12月31日>						<人民币> <百万>, 财务年度截至<12月31日>					
	2023年实际	2024年实际	2025年预测	2026年预测	2027年预测		2023年实际	2024年实际	2025年预测	2026年预测	2027年预测
收入	27,598.5	28,675.6	29,012.8	30,573.4	32,454.1	盈利能力					
毛利	13,352.1	14,156.1	14,269.0	15,104.1	16,082.8	毛利率 (%)	48.4%	49.4%	49.2%	49.4%	49.6%
其他业务收入	523.7	154.2	156.0	164.4	174.5	净利率(%)	11.5%	10.5%	9.0%	9.6%	10.0%
销售及管理费用	(10,336.3)	(10,626.8)	(11,163.9)	(11,688.0)	(12,244.7)						
营运收入	3,559.1	3,678.2	3,255.9	3,580.6	4,012.7	营运表现					
利息费用	(70.0)	(70.0)	(70.0)	(70.0)	(70.0)	SG&A/收入(%)	37.5%	37.1%	38.5%	38.2%	37.7%
利息收入	160.0	203.1	183.5	217.0	230.8	有效税率 (%)	26.6%	27.0%	26.3%	26.7%	26.7%
联营公司	378.0	256.3	256.3	256.3	256.3	派息比率 (%)	44.9%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%
税前盈利	4,027.1	4,067.6	3,625.7	3,983.8	4,429.7	库存周转	58	58	58	58	58
所得税	(1,069.2)	(1,096.7)	(952.4)	(1,063.1)	(1,182.1)	应付账款天数	42	42	42	42	42
净利润	3,186.9	3,012.9	2,616.5	2,920.7	3,247.6	应收账款天数	14	14	14	14	14
折旧及摊销	1,015.5	814.9	1,286.4	1,407.7	1,504.9						
EBITDA	4,574.6	4,493.1	4,542.3	4,988.2	5,517.6	财务状况					
						负债/资产	0.29	0.27	0.32	0.29	0.27
增长						收入/总资产	0.81	0.80	0.95	0.89	0.84
总收入 (%)	7.0%	3.9%	1.2%	5.4%	6.2%	总资产/股本	1.40	1.37	1.47	1.41	1.37
每股收益 (%)	-21.6%	-4.0%	-13.2%	11.6%	11.2%	利息保障倍数	50.84	52.55	46.51	51.15	57.32

资产负债表						现金流量表					
<人民币> <百万>, 财务年度截至<12月31日>						<人民币> <百万>, 财务年度截至<12月31日>					
	2023年实际	2024年实际	2025年预测	2026年预测	2027年预测		2023年实际	2024年预测	2025年预测	2026年预测	2027年预测
现金	5,443.9	8,052.0	9,730.2	10,674.2	12,443.4	EBITDA	4574.6	4493.1	4542.3	4988.2	5517.6
应收账款	1,205.5	1,004.6	1,112.8	1,172.7	1,244.8	调整项	1706.4	448.0	998.2	1409.6	1925.6
存货	2,493.2	2,598.2	2,170.9	2,745.4	2,457.5	营运资金变化	(438.0)	725.0	453.1	(348.6)	571.1
其他流动资产	4,510.4	8,873.4	1,162.5	1,162.5	1,162.5	所得税	(1155.1)	(1268.6)	(952.4)	(1063.1)	(1182.1)
总流动资产	13,653.0	20,528.2	14,176.4	15,754.8	17,308.2	营运现金流	4687.9	4397.4	5041.2	4986.1	6832.1
固定资产	4,123.9	4,610.5	5,224.0	5,716.4	6,111.4						
无形资产	220.9	234.7	55.7	46.9	39.5	资本开支	(1904.9)	(1301.4)	(1900.0)	(1900.0)	(1900.0)
长期投资及其他	16,210.0	10,335.0	11,122.0	12,760.5	14,965.7	其他投资活动	(544.2)	(120.5)	(604.8)	(927.6)	(1431.1)
总资产	34,207.8	35,708.4	30,578.1	34,278.6	38,424.9	投资活动现金流	(2449.1)	(1421.9)	(2504.8)	(2827.6)	(3331.1)
应付帐款	1,789.8	1,625.1	1,696.5	1,780.0	1,883.8	负债变化	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他应付账款	3,255.7	4,049.4	4,112.0	4,314.3	4,565.9	股本变化	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他短期负债	2,223.0	1,911.4	1,911.4	1,911.4	1,911.4	其他融资活动	(4217.0)	(367.4)	(858.3)	(1214.6)	(1731.9)
总短期负债	7,268.5	7,585.9	7,719.9	8,005.7	8,361.1	融资活动现金流	(4217.0)	(367.4)	(858.3)	(1214.6)	(1731.9)
租赁负债	1,825.3	1,384.5	1,384.5	1,384.5	1,384.5						
其他负债	707.4	634.2	634.2	634.2	634.2	现金变化	(1978.1)	2608.2	1678.2	944.0	1769.1
总负债	9,801.2	9,604.7	9,738.7	10,024.5	10,379.9	汇兑损失	39.8	0.0	0.0	0.0	0.0
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	期初持有现金	7382.2	5443.9	8052.0	9730.2	10674.2
股东权益	24406.6	26103.7	20839.4	24254.1	28045.0	期末持有现金	5443.9	8052.0	9730.2	10674.2	12443.4

数据来源：公司资料、第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话：(852) 2522-2101
传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。