

李宁 (02331.HK)

25Q3 流水点评: Q3 销售走弱, 推进奥运+科技营销

买入 (维持)

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)	12.46	13.18	17.17	15.29	13.57

投资要点

- **公司公布 2025Q3 经营数据:** 李宁 (不含 young) 全渠道零售流水同比下滑中单位数 (7-9 月呈逐月走弱趋势), 其中线下/电商渠道流水分别同比下滑高单位数/增长高单位数, 线下渠道中直营/批发分别同比下滑中单位数/下滑高单位数。截止 25Q3 末, 李宁主品牌店铺数量 6132 个, 较上季末净增 33 个, 较上年末净增 15 个; 李宁 young 店铺数量 1480 个, 较上季末净增 45 个, 较上年末净增 12 个。
- **折扣同比加深, 库存环比降低。** 1) **折扣方面**, 基于销售承压环境, 25Q3 折扣同环比均有所加深, 其中直营和电商渠道折扣同比加深幅度相对较大, 直营折扣加深我们判断主因奥莱及特卖渠道销售额占比提升, 批发同比略微加深。2) **库存方面**, 由于双节及双十一提前备货, 25Q3 库销比短期延长至 5-6 个月, 我们预计随秋冬销售到年底库销比有望控制到 4-5 个月健康水平。
- **分品类看, 跑步、健身同比增长低单位数, 篮球及运动生活延续下滑。** 分品类看, 前三季度跑步/健身品类流水同比增长低双位数, 羽毛球同比增长 30%+, 户外品类基数较小增长亮眼, 篮球下滑超 20%, 运动生活下滑高单位数。单 Q3 看, 篮球及运动生活延续下滑趋势, 跑步及健身品类流水同比增速放缓至低单位数。
- **盈利预测与投资评级:** 10 月底公司发布 2026 年米兰冬奥会中国体育代表团领奖装备, 围绕奥运+科技相关营销活动有序开展中, 巩固品牌专业形象及龙头地位, 但我们预计对短期销售带动效果有限, 看好长周期品牌市场表现回暖。维持 25-27 年归母净利润 23.1/26.0/29.3 亿元, 对应 PE17/15/14X, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 消费环境偏弱, 费用投放效果不及预期。

2025 年 11 月 03 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

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	16.95
一年最低/最高价	13.50/20.90
市净率(倍)	1.47
港股流通市值(百万港元)	39,948.28

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): 25H1 业绩点评: 经营稳健, 加大运动资源投入蓄力长期发展》

2025-08-24

《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	13.18	17.17	15.29	13.57
					P/B	1.52	1.45	1.38	1.30
					EV/EBITDA	5.51	6.70	5.97	5.43

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11月1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。

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>