

纺织服饰

李宁 (02331.HK)

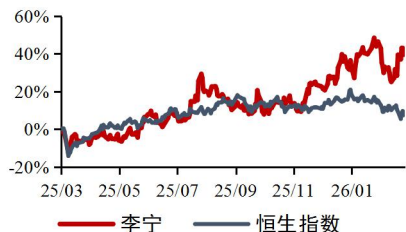
买入-A(维持)

2025 年经营利润稳健增长，全渠道库存保持健康可控水平

2026 年 3 月 30 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



资料来源：常闻，山西证券研究所

市场数据：2026 年 3 月 27 日

收盘价 (港元/股):	21.680
年内最高/最低 (港元/股):	23.420/13.500
流通股本/总股本 (亿股):	25.85/25.85
流通市值 (亿港元):	560.39
总市值 (亿港元):	560.39

资料来源：常闻，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

➢ 3月20日，公司披露2025年度业绩，2025年，公司实现营收295.98亿元，同比增长3.2%，实现归母净利润29.36亿元，同比下降2.6%。董事会建议派发2025年末期股息23.36分/股，全年派息率50%。

事件点评

➢ **2025 年公司营业收入稳健增长，全渠道零售流水同比持平。**营收端，2025年，公司实现营收295.98亿元，同比增长3.2%；公司全渠道零售流水同比持平。业绩端，2025年，公司实现归母净利润29.36亿元，同比下降2.6%。2025年，公司营收增长、但业绩下滑，主因毛利率小幅下跌、融资净收入下降、所得税率上升。

➢ **跑步及综训品类引领零售流水增长。**分产品看，2025年，鞋、服装、配件和器材收入分别为146.51、123.27、26.21亿元，同比增长2.4%、2.3%、12.7%，收入占比分别为49.5%、41.6%、8.9%。2025年，跑步、运动休闲、篮球、综训四大品类零售流水占比分别为31%、28%、17%、16%，零售流水同比变化分别为+10%、-9%、-19%、+5%。2025年，专业跑鞋全年销量突破2600万双，其中超轻、赤兔、飞电三大核心系列新品销量超1100万双。童装业务方面，2025年，童装零售流水同比增长低双位数，其中平均件单价提升低单位数，现象折扣改善0.8pct；截至2025年末，童装门店1518家。

➢ **直营渠道门店继续优化，电商及批发渠道收入稳健增长。**分渠道看，直营渠道方面，2025年，直营收入同比下降3.3%至66.55亿元，直营门店1238家，较期初净关闭59家。批发渠道方面，2025年，批发收入同比增长6.3%至137.73亿元；剔除专业渠道发货，批发收入同比增长低单位数、零售流水同比下降低单位数。批发门店4853家，较期初净开33家。电商渠道方面，2025年，电商渠道收入同比增长5.3%至87.43亿元，电商零售流水同比增长中单位数，其中电商客流提升约2%、生意转化率保持稳定、平均折扣加深1pct、库存周转天数维持健康水平。

➢ **销售毛利率小幅下跌，全渠道库存周转保持健康水平。**盈利能力方面，2025年，公司毛利率为49.0%，同比下滑0.4pct，主因直营渠道收入占比下降以及直营零售折扣有所加深。2025年，公司销售费用率为31.0%，同比下滑1.0pct，其中广告及市场推广费用率同比提升1.2pct至10.7%。公司管理费用率为5.5%，同比提升0.5pct，其中研发费用率为2.4%，同比保持稳定；员工成本开支占收入比重同比下滑0.3pct至8.3%。2025年，公司经营利润率同比提升0.3pct至13.2%；叠加融资净收入下降、所得税率增加影



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1

响，最终，公司归母净利率同比下滑 0.6pct 至 9.9%。存货方面，截至 2025 年末，公司存货金额 26.94 亿元，同比增长 3.7%，存货周转天数 64 天，同比保持稳定。全渠道库销比 4.0 个月，处于健康水平。经营活动现金流方面，2025 年，公司经营活动现金流净额为 48.52 亿元，同比下降 7.9%。

投资建议

➤ 2025 年，公司营收及经营利润均取得稳健增长，跑步品类延续优异表现，直营门店运营持续优化，整体渠道库存处于健康可控水平。预计公司 2026 年 1-2 月零售流水同比正增长，全年营业收入有望实现高单位数增长，销售毛利率有望保持稳定或略有略升。预计公司 2026-2028 年 EPS 为 1.16/1.26/1.38 元，3 月 19 日收盘价对应公司 2026-2028 年 PE 为 15.0/13.8/12.6 倍，维持“买入-A”建议。

风险提示

➤ 零售折扣恢复不及预期；电商渠道增长不及预期；市场竞争加剧；新店型拓展不及预期。

财务数据与估值：

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	28,676	29,598	32,062	34,418	36,613
YoY (%)	11.1	3.2	8.3	7.3	6.4
净利润(百万元)	3,013	2,936	3,001	3,255	3,571
YoY (%)	-25.9	-2.6	2.2	8.4	9.7
毛利率 (%)	49.4	49.0	49.2	49.4	49.6
EPS(摊薄/元)	1.17	1.14	1.16	1.26	1.38
ROE (%)	11.5	10.6	10.3	10.4	10.7
P/E(倍)	14.9	15.3	15.0	13.8	12.6
P/B(倍)	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3
净利率 (%)	10.5	9.9	9.4	9.5	9.8

数据来源：常闻，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	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
------	-------	-------	-------	-------	-------

利润表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
------	-------	-------	-------	-------	-------

流动资产	20528	22950	22956	27401	31375
现金	15763	17809	18209	21423	26032
应收票据及应收账款	1005	1389	1019	1572	1247
存货	2598	2694	2788	3207	3133
其他流动资产	1162	1058	940	1199	964
非流动资产	15180	14764	16962	14515	13780
长期投资	1744	1828	2225	2654	3061
固定资产	6187	6315	5320	4191	2913
无形资产	386	304	273	229	172
其他非流动资产	6864	6317	9143	7441	7634
资产总计	35708	37714	39919	41916	45155
流动负债	7586	8061	8724	8734	9686
应付票据及应付账款	5675	5995	6688	6674	7585
其他流动负债	1911	2066	2036	2060	2101
非流动负债	2019	2025	2039	2028	2031
其他非流动负债	2019	2025	2039	2028	2031
负债合计	9605	10087	10763	10762	11717
股本	236	236	236	236	236
资本公积	26159	27640	26159	26159	26159
留存收益	0	0	1870	3781	5846
归属母公司股东权益	26104	27628	29156	31155	33438
负债和股东权益	35708	37714	39919	41916	45155

现金流量表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	5268	4852	5728	3647	6933
净利润	3013	2936	3001	3255	3571
折旧摊销	1858	1858	1530	1648	1759
财务费用	-175	-33	5	25	20
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	1056	-1221	1587
其他经营现金流	573	92	136	-60	-6
投资活动现金流	-840	6634	-3837	861	-1028
筹资活动现金流	-2324	-2155	-1492	-1293	-1295
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.17	1.14	1.16	1.26	1.38
每股经营现金流(最新摊薄)	1.51	1.81	2.22	1.41	2.68
每股净资产(最新摊薄)	10.10	10.69	11.28	12.05	12.94

营业收入	28676	29598	32062	34418	36613
营业成本	14520	15110	16287	17416	18453
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	9199	9190	10099	10842	11460
管理费用	1428	1630	1766	1896	2017
财务费用	-175	-33	5	25	20
资产减值损失	5	-1	2	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
营业利润	3678	3898	3902	4239	4662
营业外收入	154	228	100	100	100
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	4110	4189	4002	4339	4762
所得税	1097	1253	1000	1085	1190
税后利润	3013	2936	3001	3255	3571
少数股东损益	0	0	-0	-0	-0
归属母公司净利润	3013	2936	3001	3255	3571
EBITDA	5494	5513	4992	5393	5809

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	11.1	3.2	8.3	7.3	6.4
营业利润(%)	-24.7	6.0	0.1	8.6	10.0
归属于母公司净利润(%)	-25.9	-2.6	2.2	8.4	9.7
获利能力					
毛利率(%)	49.4	49.0	49.2	49.4	49.6
净利率(%)	10.5	9.9	9.4	9.5	9.8
ROE(%)	11.5	10.6	10.3	10.4	10.7
ROIC(%)	9.7	8.8	8.5	8.6	8.7
偿债能力					
资产负债率(%)	26.9	26.7	27.0	25.7	25.9
流动比率	2.7	2.8	2.6	3.1	3.2
速动比率	2.2	2.4	2.2	2.7	2.8
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	28.3	24.7	26.6	26.6	26.0
应付账款周转率	2.7	2.6	2.6	2.6	2.6
估值比率					
P/E	14.9	15.3	15.0	13.8	12.6
P/B	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	5.7	5.3	5.8	4.8	3.6

数据来源：常闻、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行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任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

广东省深圳市南山区科苑南路 2700 号
华润金融大厦 23 楼

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

