

李宁 (02331.HK)

Q3 线下销售波动，电商渠道稳健增长

事件：李宁发布 2025Q3 经营情况公告，期内李宁流水同比下降中单位数，其中线下渠道流水下降高单位数，电商流水同比增长高单位数。

李宁成人：消费环境波动导致线下销售承压，电商业务稳健增长。

- **2025Q3 奥莱渠道表现优异，从而带动直营渠道流水降幅好于批发渠道。** 1) 批发业务：2025Q3 批发渠道流水同比下降高单位数，截止 2025Q3 末批发门店数量为 4881 家（对比年初净开 61 家，同比 2024Q3 末净开 84 家），公司持续对低线城市以及空白市场进行渗透，然而由于客流的波动，我们判断同店的销售或有一定挑战，从而导致批发渠道流水下降。2) 直营业务：2025Q3 直营流水同比下降中单位数，2024 年以来面对消费环境波动公司主动关闭低效门店，截止 2025Q3 末李宁直营门店数量为 1251 家（对比年初净关 46 家，同比 2024Q3 末净关 233 家），门店同比大幅度净关对流水造成压力，然而我们判断直营渠道中奥莱等门店业态表现较好，或在一定程度上对直营渠道的流水产生贡献。
- **2025Q3 电商流水增长高单位数，公司持续推动电商效率提升。** 2025Q3 电商业务流水同比增长高单位数，增速较 Q2 的中单位数有一定提升，公司持续优化电商业务运营效率，通过合理的货品结构推动电商业务健康增长。

李宁 YOUNG：2025Q3 童装业务延续快速增长态势。截至 2025Q3 末李宁 YOUNG 门店为 1480 家（对比年初净开 12 家，同比 2024Q3 末净开 21 家），从流水层面来看我们预计期内童装业务或有双位数增长，公司强化童装业务推广，同时优化产品结构。

2025Q3 末库销比预计在 5-6 之间，环比有所增加。出于对“国庆”、“中秋”双节以及“双十一大促”的备货需要，我们预计 2025Q3 末库销比环比会有一定增加，我们判断 Q3 末库销比或在 5-6 之间。经过 Q4 的多场促销活动后，我们预计到年底库销比有望回到 4-5 之间的水平。

我们预计公司 2025 年营收同比持平左右，归母净利润下降 22%。基于前三季度的销售表现，我们预计公司 2025 年收入持平左右，归母净利润下降 22%。2025 年公司签约奥委会，并以奥运为重点进行主题活动，2026 年米兰冬奥会临近，我们判断 2025Q4 以及 2026Q1 公司或将陆推出多样化的营销活动以及产品系列，中长期来看随着奥运周期的深入，李宁品牌有望进入新的发展阶段。

盈利预测和投资建议：综合考虑短期消费环境的不确定性以及公司长期经营效率的不断提升，我们预计公司 2025~2027 年归母净利润为 23.66/25.40/27.59 亿元，对应 2025 年 PE 为 18 倍，维持“买入”评级。

风险提示：消费环境波动，盈利能力提升速度不达预期，门店优化不及预期等。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	27,598	28,676	28,919	30,808	32,611
增长率 yoy (%)	7.0	3.9	0.8	6.5	5.9
归母净利润（百万元）	3,187	3,013	2,366	2,540	2,759
增长率 yoy (%)	-21.6	-5.5	-21.5	7.4	8.6
EPS 最新摊薄（元/股）	1.23	1.17	0.92	0.98	1.07
净资产收益率 (%)	13.1	11.5	8.7	8.9	9.2
P/E（倍）	13.4	14.2	18.1	16.9	15.5
P/B（倍）	1.8	1.6	1.6	1.5	1.4

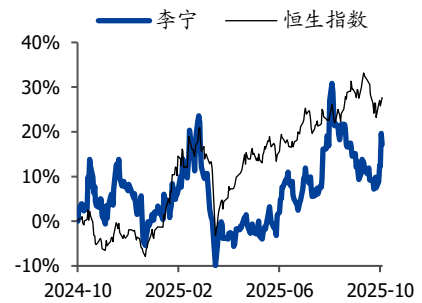
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 10 月 24 日收盘价，汇率为 1 港元=0.91 人民币元

买入（维持）

股票信息

行业	服装家纺
前次评级	买入
10 月 24 日收盘价（港元）	18.16
总市值（百万港元）	46,940.17
总股本（百万股）	2,584.81
其中自由流通股（%）	100.00
30 日日均成交量（百万股）	17.78

股价走势



作者

分析师 杨莹

执业证书编号：S0680520070003

邮箱：yangying1@gszq.com

分析师 侯子夜

执业证书编号：S0680523080004

邮箱：houziye@gszq.com

分析师 王佳伟

执业证书编号：S0680524060004

邮箱：wangjiawei@gszq.com

相关研究

- 1、《李宁 (02331.HK)：2025H1 经营超预期，关注公司长期业绩改善》 2025-08-23
- 2、《李宁 (02331.HK)：2025Q2 终端流水略增，库存情况健康》 2025-07-15
- 3、《李宁 (02331.HK)：2025Q1 流水稳健增长，渠道库存健康》 2025-04-29

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	13653	20528	18618	20832	22378
现金	5444	7499	5548	7456	9170
应收账款及票据	1206	1005	1061	1140	1109
其他应收款	795	584	413	649	476
衍生金融工具及短投	3494	8264	8264	8264	8264
存货	2493	2598	2752	2745	2780
其他流动资产	221	579	579	579	579
非流动资产	20555	15180	18391	16999	17948
权益性投资	1607	1744	1881	2019	2156
固定资产	4124	4610	5072	4984	5211
无形资产	2405	1811	1721	1630	1540
其他非流动资产	12419	7014	9717	8366	9041
资产总计	34208	35708	37008	37830	40326
流动负债	7268	7586	7925	7296	8310
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款及票据	1790	1625	1964	1335	2348
其他流动负债	5479	5961	5962	5961	5961
非流动负债	2533	2019	1796	1978	2080
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2533	2019	1796	1978	2080
负债合计	9801	9605	9722	9273	10390
股本	240	236	236	236	236
股本溢价	10173	9011	9011	9011	9011
留存收益	13994	16856	18039	19310	20689
归属母公司股东权益	24407	26104	27287	28557	29936
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	34208	35708	37008	37830	40326

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	3962	3451	6354
净利润	3187	3013	2366	2540	2759
折旧摊销	1872	1771	1629	2178	2864
财务费用	-314	-273	-196	-195	-249
投资损失	0	0	-317	-287	-302
营运资金变动	-31	143	299	-936	1182
其他经营现金流	-25	614	180	150	100
投资活动现金流	-2449	-451	-4703	-649	-3611
资本支出	-2015	-1503	-593	359	-34
长期投资	-391	1882	-1767	-2315	-3001
其他投资现金流	-42	-829	-2343	1307	-576
筹资活动现金流	-4217	-3184	-1210	-894	-1028
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	-872	-856	0	0	0
股本增加	7	-4	0	0	0
支付股利	-2175	-2191	-1183	-1270	-1379
其他筹资现金流	-1177	-134	-27	376	352
现金净增加额	-1978	1633	-1951	1908	1715

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	27598	28676	28919	30808	32611
营业成本	14246	14520	14714	15666	16573
销售费用	9080	9199	9948	10567	11185
管理费用	1256	1428	1440	1525	1614
财务费用	-314	-273	-196	-195	-249
其他非经营性损益	548	-330	-180	-150	-100
投资净收益	378	256	317	287	302
营业利润	4256	3729	3150	3382	3690
其他收入及其他收益	0	381	330	300	280
利润总额	4256	4110	3480	3682	3970
所得税	1069	1097	1113	1141	1211
净利润	3187	3013	2366	2540	2759
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	3187	3013	2366	2540	2759
EBITDA	5814	5608	4913	5665	6584
EPS (元)	1.23	1.17	0.92	0.98	1.07

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	0.8	6.5	5.9
营业利润(%)	-21.4	-12.4	-15.5	7.4	9.1
归属于母公司净利润(%)	-21.6	-5.5	-21.5	7.4	8.6
获利能力					
毛利率(%)	48.4	49.4	49.1	49.2	49.2
净利率(%)	11.5	10.5	8.2	8.2	8.5
ROE(%)	13.1	11.5	8.7	8.9	9.2
ROIC(%)	11.0	10.0	7.7	7.9	8.1
偿债能力					
资产负债率(%)	33.5	26.9	26.3	24.5	25.8
净负债比率(%)	17.9	8.1	15.3	6.4	4.1
流动比率	1.9	2.7	2.3	2.9	2.7
速动比率	1.5	2.4	2.0	2.5	2.4
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	28.0	28.0	29.0
应付账款周转率	8.4	8.5	8.2	9.5	9.0
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.23	1.17	0.92	0.98	1.07
每股经营现金流(最新摊薄)	1.81	2.04	1.53	1.34	2.46
每股净资产(最新摊薄)	9.44	10.10	10.56	11.05	11.58
估值比率					
P/E	13.4	14.2	18.1	16.9	15.5
P/B	1.8	1.6	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	6.8	6.6	7.9	6.6	5.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 10 月 24 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com