

李宁 (02331.HK)

优于大市

第三季度流水下滑中单位数，四季度新品有望密集发布

◆ 公司研究 · 海外公司快评

◆ 纺织服饰 · 服装家纺

◆ 投资评级：优于大市（维持）

证券分析师： 丁诗洁 0755-81981391 dingshijie@guosen.com.cn
证券分析师： 刘佳琪 010-88005446 liujiaqi@guosen.com.cn

执证编码：S0980520040004
执证编码：S0980523070003

事项：

公司公告：1、**零售表现：**截至2025年9月30日止第三季度，李宁销售点（不包括李宁 YOUNG）于整个平台之零售流水按年录得中单位数下降。就渠道而言，线下渠道（包括零售及批发）录得高单位数下降，其中零售（直接经营）渠道录得中单位数下降，批发（特许经营商）渠道录得高单位数下降；电子商务虚拟店铺业务录得高单位数增长。2、**销售点数量：**截至2025年9月30日，于中国，李宁销售点数量（不包括李宁 YOUNG）共计6132个，较上一季末净增加33个，本年迄今净增加15个，其中零售业务净减少46个，批发业务净增加61个。李宁 YOUNG 销售点数量共计1480个，较上一季末净增加45个，本年迄今净增加12个。

国信纺织观点：1) **2025 第三季度：**第三季度李宁大货流水下降中单位数，较上半年放缓，其中电商流水增长高单位数；折扣同环比加深，库销比受节日及大促备货影响上升至5-6个月，四季度预计新品密集发布；2) **风险提示：**消费需求不及预期；品牌形象受损；市场的系统性风险；3) **投资建议：**短期门店调整企稳、新品发布有望带动销售，中期销售增长提速带动盈利加速复苏。2025年三季度公司在具有挑战的经营环境下，流水整体下滑中单，但电商渠道、跑步品类、童装依然维持增长；在需求疲软、行业促销和竞争压力增加情况下，折扣率承压，库存保持健康，库销比上升主受节日及大促备货影响；四季度预计门店调整企稳，公司维持全年大货直营净关闭10-20家，大货批发净开50家左右，童装净开50-60家左右的指引；同时四季度新品密集发布有望一定程度带动销售，但宏观环境仍有压力。长期我们看好公司专业运动品牌心智的增强、进而带动规模增长。我们维持盈利预测，预计公司2025-2027年归母净利润25.1/28.3/30.4亿元，同比-16.6%/+12.5%/+7.7%。看好公司当前健康的运营基础和未来营销发力对品牌增长提速的潜力，维持21.1-22.3港元的合理估值区间，对应2026 PE18-19x，维持“优于大市”评级。

评论：

◆ **2025 第三季度：**第三季度李宁大货流水下降中单位数，较上半年放缓，其中电商流水增长高单位数，折扣同环比加深，库销比受节日及大促备货影响上升至5-6个月，四季度预计新品密集发布

1、**流水：**第三季度李宁大货流水下降中单位数，电商表现优于线下。李宁大货实现整体流水下降中单位数，其中零售/批发/电商分别实现中单下降/高单下降/高单增长。分品类看，跑步、健身产品增速放缓；篮球和运动生活品类表现较弱，为主要压力来源。

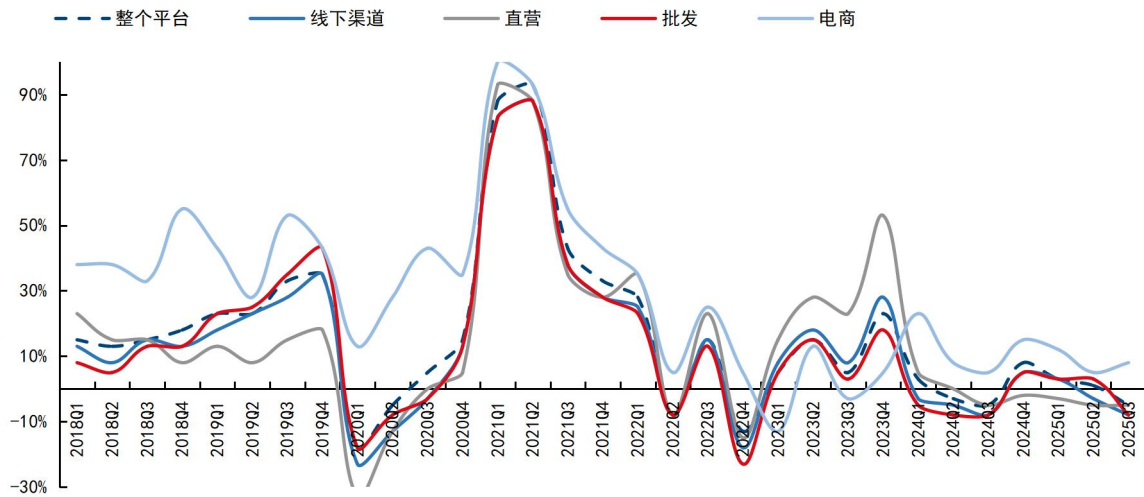
第三季度末李宁大货直营门店环比上季度末净减少27个至1251个，同比-233个；批发门店环比上季度末净增加60个至4881个，同比+84个。

2、**零售折扣和库销比：**折扣同环比加深，库销比上升至5-6个月。1) **零售折扣：**三季度线上线下折扣同比加深低单位数，折扣压力较大，线下折扣下探至6折中段水平。2) **库销比：**截至9月底，全渠道库销比为5-6个月，环比6月末的4个月有所增加，但处于健康可控水平，主要受双节和双十一影响，目标年底控制在4-5个月。

3、**产品：**四季度密集发布新品。针对多雨天气推出新科技面料“超拒水”跑鞋（如赤兔、越影、绝影、烈骏等经典IP），适用于阴雨天气及户外环境。跑步领域有宝可梦联名二代、新科技跑鞋“超䨻胶囊”（运

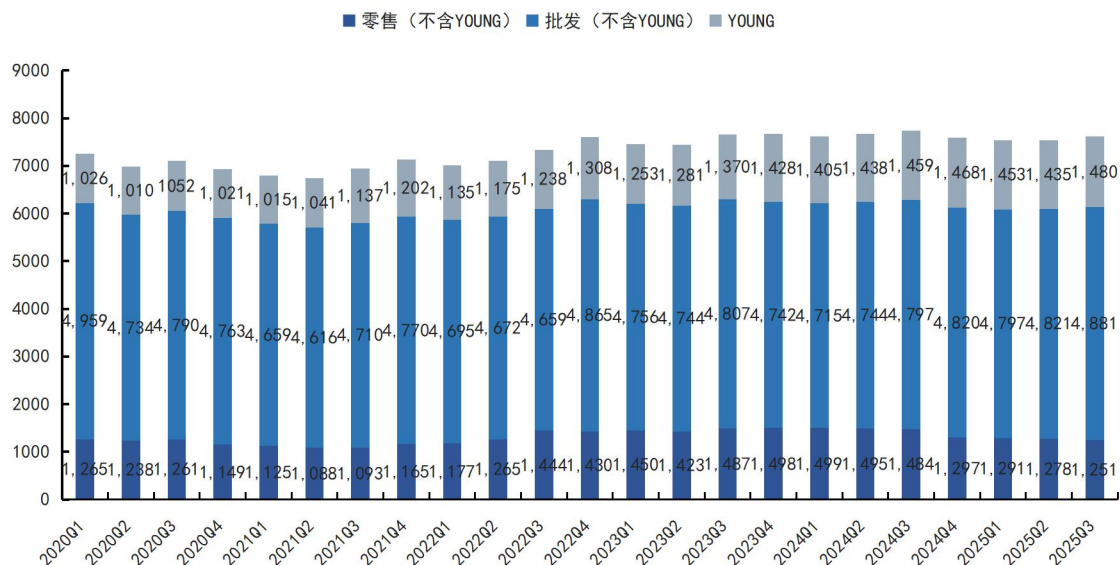
用于飞电 6、赤兔 9 全新家族等迭代产品）；篮球领域有韦德之道 12、驭帅 20；中国李宁有悟道 3.0；荣耀和户外新品等。

图1：李宁分渠道季度零售增长表现



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：李宁门店数按季度变化趋势



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议：短期门店调整企稳、新品发布有望带动销售，中期销售增长提速带动盈利加速复苏

2025 年三季度公司在具有挑战的经营环境下，流水整体下滑中单，但电商渠道、跑步品类、童装依然维持增长；在需求疲软、行业促销和竞争压力增加情况下，折扣率承压，库存保持健康，库销比上升主受节日及大促备货影响；四季度预计门店调整企稳，公司维持全年大货直营净关闭 10-20 家，大货批发净开 50 家左右，童装净开 50-60

家左右的指引；同时四季度新品密集发布有望一定程度带动销售，但宏观环境仍有压力。长期我们看好公司专业运动品牌心智的增强、进而带动规模增长。我们维持盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润 25.1/28.3/30.4 亿元，同比-16.6%/+12.5%/+7.7%。看好公司当前健康的运营基础和未来营销发力对品牌增长提速的潜力，维持 21.1-22.3 港元的合理估值区间，对应 2026 PE18-19x，维持“优于大市”评级。

表1: 盈利预测及市场重要数据

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	27,598	28,676	29,340	30,774	32,431
(+/-%)	7.0%	3.9%	2.3%	4.9%	5.4%
净利润(百万元)	3187	3013	2512	2825	3043
(+/-%)	-21.6%	-5.5%	-16.6%	12.5%	7.7%
每股收益(元)	1.23	1.17	0.97	1.09	1.18
EBIT Margin	10.9%	12.3%	10.5%	10.9%	11.3%
净资产收益率(ROE)	13.1%	11.5%	9.2%	9.8%	10.0%
市盈率(PE)	13.7	14.5	17.4	15.5	14.4
EV/EBITDA	11.6	10.5	15.5	14.3	13.1
市净率(PB)	1.79	1.68	1.60	1.52	1.44

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

表2: 可比公司估值表

公司	公司	投资	收盘价	EPS			PE			g	PEG
代码	名称	评级	人民币	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	2023-2026	2025
2331. HK	李宁	优于大市	16.93	1.17	0.97	1.09	14.5	17.4	15.5	-3.9%	-4.42
可比公司											
2020. HK	安踏体育	优于大市	82.30	5.56	4.80	5.50	14.8	17.1	14.9	14.7%	1.16
1368. HK	特步国际	优于大市	5.37	0.44	0.50	0.53	12.1	10.7	10.1	12.7%	0.84
1361. HK	361度	优于大市	5.83	0.56	0.60	0.65	10.5	9.7	8.9	12.1%	0.80

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

◆ 风险提示

消费需求不及预期；品牌形象受损；市场的系统性风险。

相关研究报告：

《李宁（02331.HK）-上半年收入增长 3.3%，经营利润微增而净利润下滑》——2025-08-24
《李宁（02331.HK）-第二季度流水增长低单位数，库销比环比改善》——2025-07-15
《李宁（02331.HK）-第一季度流水增长低单位数，折扣率同比改善》——2025-04-29
《李宁（02331.HK）-全年收入增长 4%，品类表现分化》——2025-03-30
《李宁（02331.HK）-李宁品牌成为中国奥委会新周期合作伙伴，四季度电商销售增长提速》——
2025-01-21

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	5444	7499	14763	15501	16276	营业收入	27598	28676	29340	30774	32431
应收款项	2001	1588	1836	1926	2030	营业成本	14246	14520	14947	15640	16468
存货净额	2493	2598	2891	3019	3173	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	221	579	372	390	411	销售费用	9080	9199	9749	10164	10615
流动资产合计	13653	20528	28126	29101	30154	管理费用	1256	1428	2002	2061	2132
固定资产	4124	4610	5572	5980	6328	财务费用	(319)	(175)	(62)	(49)	(51)
无形资产及其他	2405	1811	1359	906	453	投资收益	378	256	262	248	235
投资性房地产	12419	7014	7014	7014	7014	资产减值及公允价值变动	20	(5)	0	0	0
长期股权投资	1607	1744	1744	1744	1744	其他收入	524	154	622	631	650
资产总计	34208	35708	43816	44745	45694	营业利润	4256	4110	3589	3835	4153
短期借款及交易性金融负债	0	0	6038	5187	4185	营业外净收支	0	0	0	0	0
应付款项	2832	2666	3122	3260	3426	利润总额	4256	4110	3589	3835	4153
其他流动负债	4436	4920	5277	5506	5771	所得税费用	1069	1097	1077	1009	1111
流动负债合计	7268	7586	14437	13953	13382	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	3187	3013	2512	2825	3043
其他长期负债	2533	2019	2019	2019	2019						
长期负债合计	2533	2019	2019	2019	2019	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	9801	9605	16456	15972	15400	净利润	3187	3013	2512	2825	3043
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	24407	26104	27360	28772	30294	折旧摊销	1872	1831	991	1045	1104
负债和股东权益总计	34208	35708	43816	44745	45694	公允价值变动损失	(20)	5	0	0	0
						财务费用	(319)	(175)	(62)	(49)	(51)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(318)	268	479	131	152
每股收益	1.23	1.17	0.97	1.09	1.18	其它	0	0	0	0	0
每股红利	0.62	0.59	0.49	0.55	0.59	经营活动现金流	4721	5116	3982	4001	4299
每股净资产	9.44	10.10	10.58	11.13	11.72	资本开支	(2781)	(2312)	(1500)	(1000)	(1000)
ROIC	10%	11%	9%	10%	11%	其它投资现金流	(403)	120	0	0	0
ROE	13%	12%	9%	10%	10%	投资活动现金流	(3421)	(2329)	(1500)	(1000)	(1000)
毛利率	48%	49%	49%	49%	49%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	11%	12%	11%	11%	11%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	18%	19%	14%	14%	15%	支付股利、利息	(1569)	(1651)	(1256)	(1413)	(1521)
收入增长	7%	4%	2%	5%	5%	其它融资现金流	(101)	2568	6038	(851)	(1003)
净利润增长率	-22%	-5%	-17%	12%	8%	融资活动现金流	(3238)	(733)	4782	(2263)	(2524)
资产负债率	29%	27%	38%	36%	34%	现金净变动	(1938)	2055	7264	738	775
息率	3.3%	3.5%	2.7%	3.0%	3.2%	货币资金的期初余额	7382	5444	7499	14763	15501
P/E	13.7	14.5	17.4	15.5	14.4	货币资金的期末余额	5444	7499	14763	15501	16276
P/B	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4	企业自由现金流	1031	2374	2137	2652	2945
EV/EBITDA	11.6	10.5	15.5	14.3	13.1	权益自由现金流	1169	5070	8218	1837	1980

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032