

公司報告

李宁 (2331 HK)

复苏进程曲折，但曙光初现

- 三季度零售销售录得同比中单位数下降，符合预期
- 近期前景面临挑战；中期反转方向明确
- 下调25/26年净利润预测13%和6%，目标价基于2026年中期市盈率19.0倍，维持增持评级

挑战仍然存在，但持续再投资为未来发展奠定基础

李宁三季度的零售表现喜忧参半，但符合预期。整体零售销售（不含李宁 YOUNG）同比下降了中单位数百分比。线下渠道同比下降了高单位数百分比，其中直营零售下降了中单位数百分比，批发（特许经销商）则下降了高单位数百分比。另一方面，电商业务录得高单位数增长，反映出线上渠道展现出更具韧性的增长动能。与此同时，我们仍需强调，2025年下半年营收加速的转折点尚未显现，主因市场竞争激烈、篮球和休闲品类面临挑战，以及整体消费环境依然低迷。但李宁持续投入在产品创新/品类扩张（如户外、羽毛球）以及品牌建设（如奥运相关），推动品牌朝正确方向前进。随着结构性问题逐步得到解决，这些举措为未来业绩反转奠定基础。我们维持增持评级。

分析师电话会议要点

- **最新动态：**截至目前，10月的业绩表现低于管理层预期，包括国庆假期期间的销售情况。全年目标实现难度加大。公司在四季度的重点营销举措包括围绕奥运主题展开的宣传活动。
- **户外业务：**尽管包含低基数影响，但该业务三季度实现了最强劲的增长。从地域来看，2025 年上半年低线城市的表现优于高线城市，但随着三季度两个市场板块均出现疲软，这一差距有所缩小，所有线下市场均录得高单位数下滑。
- **双十一：**库存管理仍是重中之重，年末的库存周转目标设定为4至5个月。在双十一大促期间，李宁将谨慎平衡促销力度与库存健康，以避免利润过度受损。
- **2026展望：**李宁预计2026年中国零售销售将实现温和增长，消费者对性价比高、功能性强且具有情感联结的产品仍保持稳定需求。尽管具体预算细节仍在审议中，公司计划在明年3月的业绩发布会上公布2026年目标。

盈利预期调整，估值与风险

- 我们将2025/26年净利润预测分别下调13%和6%，以反映25年下半年促销力度加大所带来的影响。
- 我们最新目标价基于2026年中期19.0倍市盈率，对应自2016年以来长期均值下方约0.5个标准差。
- **下行风险：**需求下降，通过加大折扣进行非理性去库存。

盈利预测及估值

截至 12 月 31 日 (百万人民币)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	27,598	28,676	29,269	31,603	33,398
同比增长	7.0%	3.9%	2.1%	8.0%	5.7%
可归属净利润	3,187	3,013	2,488	3,065	3,314
经调整摊薄每股盈利 (人民币)	1.23	1.17	0.97	1.19	1.29
同比增长	-20.5%	-5.0%	-17.1%	22.7%	8.5%
市盈率 (倍)	13.9x	14.7x	17.7x	14.4x	13.3x
ROE%	13.1%	11.9%	9.3%	10.9%	11.2%

资料来源：公司资料，招商證券 (香港) 预测；股价截至2025年10月24日收盘价

黄铭谦

+852 3189 6357

josephwong@cmschina.com.hk

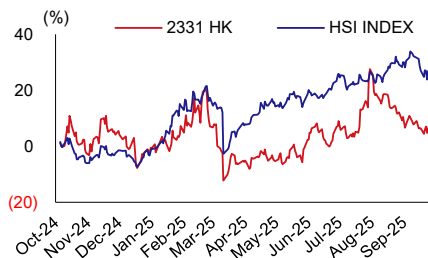
与市场的预期差

如果中期品牌再投资能够落地，我们对李宁 2026/27 年的业绩反转将更为乐观。

增持

前次评级	增持
股价	18.2港元
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	22.0港元 (+20.2%)
前次目标价	25.0港元

股价表现



资料来源：彭博；股价截至 2025 年 10 月 24 日

%	1m	6m	12m
2331 HK	4.2%	21.8%	18.6%
恒生指数	(1.5%)	19.2%	27.5%

行业：消费

恒生指数 (2025年10月24日)	26,160
--------------------	--------

重要数据

52周股价区间 (港元)	13.5 - 20.9
市值 (百万港元)	47,398
日均成交量 (百万股)	32.37
每股净资产 (人民币)	10.4
主要股东	
非凡中国控股有限公司	10.5%
其他	6.0%
总股数 (百万股)	2,584
自由流通量	83.5%

资料来源：彭博

相关报告

1. 李宁 (2331 HK) - 2026 年增长拐点将至 (增持) (2025/8/25)
2. Li Ning (2331 HK) - Near term reinvestment to yield long term growth (增持) (2025/4/17)

分析师电话会议要点

2025 年三季度经营表现

- 李宁三季度零售销售同比下降中单位数百分比，低于管理层预期，且月环比呈现走弱趋势。7 月零售销售同比降低单位数百分比，8 月和 9 月降幅扩大至中单位数百分比。
- 三季度折扣力度进一步加大，线下折扣率下降至 60% 区间中段。李宁 YOUNG 表现优异，保持双位数百分比增长。

2025 年四季度指引及 2026 年展望

- 截至 10 月（包括国庆假期期间）的表现较管理层预期疲软，这对实现全年指引目标带来了挑战。四季度的核心营销举措包括奥运主题营销活动。
- 库存管理仍是首要任务，年末库存周转目标为 4-5 个月。双十一期间，李宁将谨慎平衡促销力度与库存健康，避免过度牺牲利润。
- 李宁预计 2026 年中国零售销售将实现温和增长，消费者对性价比高、功能性强和具有情感共鸣的产品需求将保持稳定。尽管具体预算细节仍在审议中，公司计划于三月业绩发布时披露 2026 年目标。

行业趋势与竞争格局

- 整体消费环境持续低迷，行业竞争进一步加剧。尽管这对营收和库存管理造成短期压力，李宁专注于产品和品牌升级，为长期竞争力奠定基础。相关举措包括加大对跑步、羽毛球及户外品类的投入，以及开展奥运相关市场营销，进一步提升品牌价值。

品类及市场趋势

- 篮球与休闲品类持续承压，篮球销售继续下滑，生活方式产品竞争激烈。然而，年初至今跑步和训练品类实现低单位数增长，羽毛球品类增速超过 30%。
- 户外产品实现最快增长，尽管基数较低。从地域来看，2025 年上半年低线城市表现优于高线城市，但三季度两者均出现疲软，差距有所缩小，所有线下市场均录得高单位数下滑。

费用及利润率管理

- 在销售压力下，李宁正实施严格的成本控制措施，以保障利润率，同时优先开展库存管理工作。尽管奥运活动使市场营销费用保持在较高水平，公司仍致力于优化非核心支出，并在折扣、库存与盈利能力之间寻求平衡。

图1: 季度零售销售追踪数据

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25
Retail sales											
Anta brand	MSD%	HSD%	HSD%	High teen%	MSD%	HSD%	MSD%	HSD%	HSD%	LSD%	
Fila	HSD%	High teen%	Low teen%	25%-30%	HSD%	MSD%	-LSD%	HSD%	HSD%	MSD%	
Anta Others	75%-80%	70%-75%	45%-50%	55%-60%	25%-30%	40%-45%	45%-50%	50%-55%	65%-70%	50%-55%	
Li Ning	MSD%	Mid teen%	MSD%	Low 20%	LSD%	-LSD%	-MSD%	HSD%	LSD%	LSD%	-MSD%
Xtep	20%	High teen%	High teen%	30%+	HSD%	10%	MSD%	HSD%	MSD%	LSD%	LSD%
Saucony	100%+	100%+	80%+	80%+	70%+	70%+	50%+	50%+	40%+	20%+	20%+
cFX revenue											
Anta brand	6%		12%		14%		13%		5%		
Fila	13%		20%		7%		5%		9%		
Anta Others	78%		44%		42%		64%		61%		
Amer (Greater China)	57%	125%	43%	46%	51%	54%	56%	54%	43%	42%	
Li Ning	13%		1%		2%		6%		3%		
Xtep brand	11%		5%		7%		0%		5%		
Saucony/Merrell	120%		85%		72%		46%		33%		
Nike (Greater China)	1%	25%	13%	8%	7%	7%	-3%	-11%	-15%	-20%	-10%
Adidas (Greater China)	-9%	16%	6%	37%	8%	9%	8%	16%	13%	2%	
Puma (Greater China)	10%	36%	9%	30%	7%	8%	1%	7%	-18%	-4%	
Asics (Greater China)	34%	37%	11%	5%	16%	26%	16%	29%	9%	25%	
Uniqlo (Greater China)	6%	50%	14%	19%	-3%	-5%	3%	-4%	0%	-3%	-4%

资料来源: 公司数据, 招商证券 (香港)

图2: 盈利调整

	New			Old			Diff (%)		
RMB mn	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
Revenue	29,269	31,603	33,398	29,269	31,603	33,398	0.0%	0.0%	0.0%
Gross Profit	14,202	15,376	16,347	14,358	15,345	16,416	-1.1%	0.2%	-0.4%
Operating Profit	3,146	3,711	4,044	3,712	4,217	4,881	-15.2%	-12.0%	-17.2%
Net profit	2,488	3,065	3,314	2,883	3,254	3,721	-13.7%	-5.8%	-10.9%
Gross Margin	48.5%	48.7%	48.9%	49.1%	48.5%	49.2%	-0.5ppt	0.1ppt	-0.2ppt
OPM	10.8%	11.7%	12.1%	12.7%	13.3%	14.6%	-1.9ppt	-1.6ppt	-2.5ppt
NPM	8.5%	9.7%	9.9%	9.9%	10.3%	11.1%	-1.4ppt	-0.6ppt	-1.2ppt

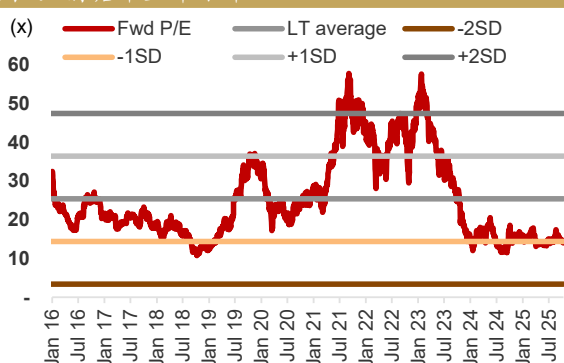
资料来源: 公司数据, 招商证券 (香港) 预测

图3: 招证预测对比一致预测

	CMS			Consensus			Diff (%)		
RMB mn	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
Revenue	29,269	31,603	33,398	29,097	30,561	32,215	0.6%	3.4%	3.7%
Gross Profit	14,202	15,376	16,347	14,252	15,079	15,985	-0.3%	2.0%	2.3%
Operating Profit	3,146	3,711	4,044	3,248	3,657	4,120	-3.1%	1.5%	-1.9%
Net profit	2,488	3,065	3,314	2,636	3,010	3,352	-5.6%	1.8%	-1.1%
Gross Margin	48.5%	48.7%	48.9%	49.0%	49.3%	49.6%	-0.5ppt	-0.7ppt	-0.7ppt
OPM	10.8%	11.7%	12.1%	11.2%	12.0%	12.8%	-0.4ppt	-0.2ppt	-0.7ppt
NPM	8.5%	9.7%	9.9%	9.1%	9.8%	10.4%	-0.6ppt	-0.2ppt	-0.5ppt

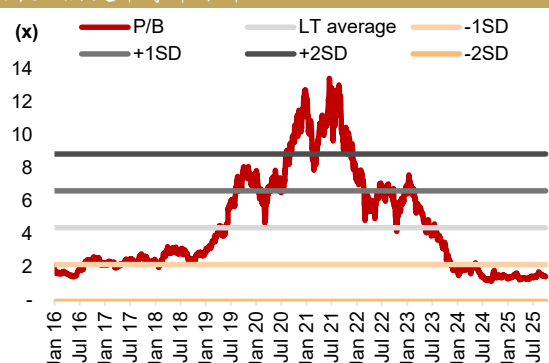
资料来源: 公司数据, 彭博, 招商证券 (香港) 预测

图4: 前瞻市盈率水平



资料来源: 彭博, 招商证券 (香港)

图5: 历史市净率水平



资料来源: 彭博, 招商证券 (香港)

财务预测表

资产负债表

百万人民币	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动性资产总值	13,653	20,528	21,085	22,164	23,507
银行结余及现金	5,444	7,499	7,353	8,097	9,193
按公允价值计入损益的金融资产	838	917	917	917	917
存款	3,494	8,264	8,264	8,264	8,264
应收贸易款项	1,206	1,005	1,626	1,756	1,855
其他应收款项	178	245	245	245	245
库存	2,493	2,598	2,678	2,885	3,031
其他流动性资产	-	-	-	-	-
非流动性资产总值	20,555	15,180	16,034	16,625	17,033
投资性房地产与土地使用权	1,715	3,065	1,711	1,711	1,711
物业、机器以及设备	4,124	4,610	6,410	7,048	7,486
无形资产	221	235	235	235	235
长期银行存款	9,037	2,378	2,378	2,378	2,378
其他非流动性资产	5,458	4,892	5,301	5,253	5,223
资产总值	34,208	35,708	37,119	38,789	40,540
流动负债总值	7,268	7,586	7,757	7,896	7,994
银行借款	-	-	-	-	-
应付贸易款项	1,790	1,625	1,796	1,935	2,033
其他流动性负债	5,479	5,961	5,961	5,961	5,961
非流动负债总值	2,533	2,019	2,019	2,019	2,019
递延税项负债	627	569	569	569	569
银行借款	-	-	-	-	-
其他	1,905	1,450	1,450	1,450	1,450
负债总值	9,801	9,605	9,776	9,914	10,013
权益总值	24,407	26,104	27,343	28,875	30,527
普通股	240	236	236	236	236
储备	24,167	25,868	27,107	28,639	30,291
非控股权益	-	-	-	-	-
权益与负债总额	34,208	35,708	37,119	38,789	40,540
现金流量表					
百万人民币	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	4,688	5,268	4,454	5,627	6,109
税前利润	4,256	4,110	3,554	4,141	4,479
折旧与摊销	1833	2117	2497	2760	2942
融资成本	319	175	149	149	149
营运资金变动	(315)	(69)	(530)	(198)	(148)
投资活动现金流	(2,449)	(840)	(3,351)	(3,351)	(3,351)
资本支出	(1,727)	(2,651)	(2,651)	(2,651)	(2,651)
其他	(722)	1,811	(700)	(700)	(700)
融资活动现金流	(4,217)	(2,324)	(1,249)	(1,533)	(1,662)
借款	0	0	0	0	0
已付股息	(2,175)	(1,506)	(1,249)	(1,533)	(1,662)
其他	(2,042)	(818)	0	0	0
净现金流	(1,978)	2,104	(145)	744	1,096
外汇变动	40	(49)	0	0	0
期末之现金及等同现金项目	5,444	7,499	7,353	8,097	9,193

利润表

百万人民币	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	27,598	28,676	29,269	31,603	33,398
销售成本	(14,246)	(14,520)	(15,066)	(16,227)	(17,051)
毛利	13,352	14,156	14,202	15,376	16,347
其他收入	543	149	154	154	154
经销费用	(9,080)	(9,199)	(9,659)	(10,208)	(10,788)
行政费用	(1,256)	(1,428)	(1,551)	(1,612)	(1,670)
经调整经营利润	3,559	3,678	3,146	3,711	4,044
财务成本	319	175	149	149	149
联营公司收益	378	256	269	283	297
非经常性损益	0	0	(10)	(1)	(10)
税前利润	4,256	4,110	3,554	4,141	4,479
所得税开支	(1,069)	(1,097)	(1,066)	(1,077)	(1,165)
净利润	3,187	3,013	2,488	3,065	3,314
非控股权益	0	0	0	0	0
报告净利润	3,187	3,013	2,488	3,065	3,314
摊薄每股收益 (人民币)	1.23	1.17	0.97	1.19	1.29
每股股息	0.55	0.58	0.48	0.59	0.64

财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
同比增长率变化					
收入	7.0%	3.9%	2.1%	8.0%	5.7%
经营利润	-27.2%	3.3%	-14.5%	17.9%	9.0%
调整后净利润	-21.6%	-5.5%	-17.1%	22.7%	8.5%
利润率					
毛利润率	48.4%	49.4%	48.5%	48.7%	48.9%
经营利润率	12.9%	12.8%	10.8%	11.7%	12.1%
经调整后净利润率	11.5%	10.5%	8.5%	9.7%	10.0%
流动性					
应收账款天数	27.4	74.8	20.0	20.0	20.0
库存天数	63.0	64.0	64.0	64.0	64.0
应付账款天数	43.2	42.9	42.9	42.9	42.9
现金周转天数	47.2	95.9	41.1	41.1	41.1
现金流与杠杆率					
自由现金流	2,961	2,617	1,804	2,976	3,458
净负债率	-36.6%	-60.4%	-57.1%	-56.7%	-57.2%
股权分配率	44.4%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%
股息率	3.2%	3.4%	2.8%	3.5%	3.8%
回报率分析					
ROE	13.1%	11.9%	9.3%	10.9%	11.2%
资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
净利润率	11.5%	10.5%	8.5%	9.7%	10.0%
金融杠杆	1.4	1.4	1.4	1.4	1.3
ROA	9.4%	8.6%	6.9%	8.1%	8.4%
估值倍数					
市盈率	13.9x	14.6x	17.6x	14.3x	13.2x
市净率	1.8x	1.6x	1.6x	1.5x	1.4x

资料来源: 公司数据、招商证券 (香港) 预测

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
增持	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
减持	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关关系。

监管披露

有关重要披露事项, 请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责声明

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料, 但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(统称“招商证券”)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失, 概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考, 其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券, 工具或策略, 可能并不适合所有投资者, 某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制, 不能在全球范围内不受限制地提供, 和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商, 除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外, 招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计, 可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析, 基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准, 此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时, 并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息, 并承担风险。投资者须按照自己的判断, 决定是否使用本报告所载的内容和信息, 并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见, 并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险, 而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼, 招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下, 您仍收到本报告, 则

不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

香港

招商证券（香港）有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话：+852 3189 6888
传真：+852 3101 0828