

## 李宁 (02331.HK)

## 强烈推荐 (维持)

## 2025Q4 以来新品&amp;新店集中亮相，期待明年经营反转

2025 Q4 以来，公司在新产品以及新渠道的布局上明显加速：在跑鞋方面，搭载全新超䨻胶囊技术（高回弹、快回弹和高耐久的特性）的李宁飞电 6 ULTRA、飞电 6 ELITE 和赤兔 9 ULTRA 于 12 月上市，市场反馈积极。11 月底，李宁首家户外专门店在北京朝阳大悦城开业。12 月 14 日，李宁品牌全国首家龙店在北京三里屯开业，并发布全新荣耀金标产品系列。考虑到目前公司渠道库存已经回落到合理水平，2025 年 Q4 新系列以及新产品迭出，2026 年有望在积极营销以及大型赛事加持下，经营呈现反转态势。

## □ 当前渠道库存水平回落到健康合理水平

25Q3 末，因双节及双十一提前备货，库销比环比&同比有所上升，但仍控制在 5-6 个月的健康可控水平，预计到年底全渠道库销比可控制在 4-5 个月的健康范围。

从产品结构来看，渠道库存来看，6 个月以下新品占比 82%，7-12 个月的商品占比 12%，12 个月以上商品占比 6%。公司存货来看，6 个月以下新品占比 77%，7-12 个月的产品占比 15%，12 个月以上产品占比 8%。产品结构健康良性。

## □ 门店数量稳步增加，四季度开始增加户外以及金标的细分垂类门店

李宁大货门店：截至 25Q3 末共 6132 家，较上一季末净增加 33 家，较上年末净增加 15 家；其中直营店铺 1251 家（较上年末净减少 46 家），批发店铺 4881 家（较上年末净增加 61 家）。李宁童装（李宁 Young）门店：截至 25Q3 末共 1480 家，较上一季末净增加 45 家，较上年末净增加 12 家。

11 月 29 日公司于北京朝阳大悦城新开李宁户外首店-“COUNTERFLOW 溯”。产品涵盖从专业级户外单品到轻量化出行的多场景户外装备。满足城市中产的轻户外旅游，近郊露营，城市通勤多元化需求。

12 月 14 日，李宁品牌在北京三里屯举行全国首家龙店开业以及全新荣耀金标产品发布会。龙店将围绕“颁奖时刻”、“竞技时刻”、“生活时刻”三大主题进行产品陈列布局。同时作为中国奥委会官方合作伙伴，李宁品牌首次将中国奥委会商用徽记与李宁品牌标志联合运用于荣耀金标产品系列。应用科技面料，打造适合城市中产商旅通勤、市场穿搭的服饰。

## □ 搭载最新的超䨻胶囊科技中底，跑步系列持续推新。11 月李宁公司最新研发的超䨻胶囊科技首次对外亮相，这是李宁继 2024 年发布的“超䨻”科技后，又一项基于䨻科技平台所实现的技术突破。该科技通过结合外层特殊的超分子聚合物研发而成的胶囊形态系统，得益于独特的双重气囊效应，

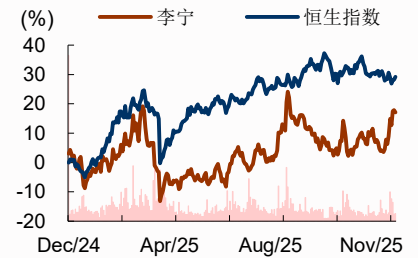
消费品/轻工纺服  
目标估值：NA  
当前股价：19.0 港元

## 基础数据

总股本（百万股）	2585
香港股（百万股）	2585
总市值（十亿港元）	49.1
香港股市值（十亿港元）	49.1
每股净资产（港元）	10.5
ROE（TTM）	11.1
资产负债率	26.1%
主要股东	李宁
主要股东持股比例	11.6545%

## 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	13	31	20
相对表现	14	21	-10



## 相关报告

- 《李宁 (02331) — 25Q3 流水承压，产品推新和奥运营销持续推进》2025-10-29
- 《李宁 (02331) — 25H1 利润下滑，坚定推进科技升级及奥运营销投入》2025-08-25
- 《李宁 (02331) — 25Q2 流水增速放缓，盈利能力承压》2025-07-15

刘丽 S1090517080006

liuli14@cmschina.com.cn

该系统在受压时能够逐步形变储能，回弹时快速释放能量，在超轻量化和瞬时反馈的运动体验上表现卓越。超䨻胶囊科技率先应用在最新发布的李宁飞电 6 ULTRA、飞电 6 ELITE 和赤兔家族全新鞋款赤兔 9 ULTRA 上，市场反馈积极。

- **新奥运周期开启，李宁营销加码：**李宁公司于 2025 年成功签约成为 2025 年-2028 年中国奥委会以及中国体育代表团官方体育服装合作伙伴。2025 年上半年，李宁以全新奥运身份主题“中国荣耀，李宁同行”为核心支点，强化品牌专业运动内核，并将奥运身份推广至终端，全国门店视觉焕新，联合 LOGO 进店及专属核心视觉呈现。预计在 2026 年 2 月米兰冬奥会，以及 2028 年洛杉矶夏季奥运会上，李宁品牌势能以及影响力将进一步提升。
- **2025 年以来实控人持续增持，有助于改善公司治理结构，也彰显了实控人对公司长期投资价值的认可：**由李宁家族控股的非凡领越 2025 年累计斥资 15.61 亿港元，累计增持 9665.9 万股，平均每股成本 16.15 港元，对李宁的持股比例由本年年初的 10.53% 提升至 12 月 9 日的 14.27%。
- **投资建议：**李宁作为国内运动鞋服龙头品牌，将产品和营销重心放在奥运+科技方面，持续提升品牌影响力并丰富产品品类。从短期看在消费需求偏弱&市场竞争加剧背景下，收入及利润均承压，管理层保持 2025 年收入持平，净利润率高单位数指引。展望未来，2026 年渠道库存健康，有望在技术加持，专业类集中上市，营销力度加大等因素影响下，收入恢复增长，经营触底反转。考虑到变革刚刚开启，暂维持此前的盈利预测不变，预计公司 2025 年-2027 年收入规模分别为 287.4 亿元、302.9 亿元、318.7 亿元，同比增速为 0%、5%、5%。净利润规模分别为 23.95 亿元、27.09 亿元、29.58 亿元，同比增速为-21%、13%、9%。当前股价对应 26PE15X，维持强烈推荐评级。
- **风险提示：**消费低迷，新品推广效果不及预期的风险。营销积极，但短期收入若不及预期的话，销售费用率提升导致净利润率下行的风险。库存压力增加的风险。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	27696	28676	28744	30288	31871
同比增长	6%	4%	0%	5%	5%
营业利润(百万元)	3037	3529	2874	3301	3633
同比增长	-28%	16%	-19%	15%	10%
归母净利润(百万元)	3187	3013	2395	2709	2958
同比增长	-22%	-5%	-21%	13%	9%
每股收益(元)	1.20	1.17	0.93	1.05	1.14
PE	12.8	13.2	16.6	14.6	13.4
PB	1.7	1.5	1.5	1.4	1.3

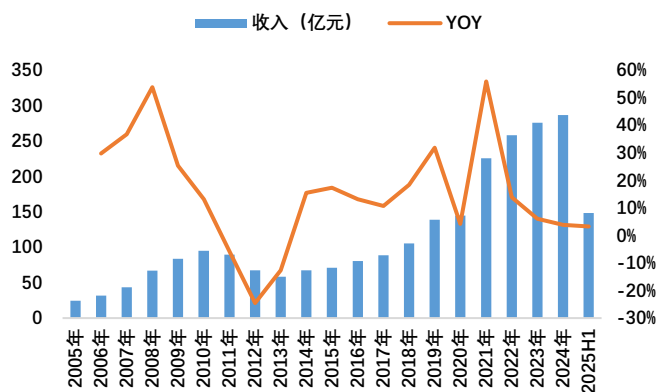
资料来源：公司数据、招商证券

表 1: 非凡领越对李宁的增持汇总

时间段	增持数量 (万股)	金额 (亿港元)	每股平均成本(港币)
2025/1/10 至 2025 年 6 月 19 日	1809.25	2.75	15.20
2025 年 6 月 20 日-2025 年 7 月 16 日	2875.7	4.55	15.83
2025 年 7 月 17 日-2025 年 10 月 31 日	3064.65	5.09	16.61
2025 年 12 月 4 日-2025 年 12 月 9 日	1916.3	3.22	16.8
合计	9665.9	15.61	16.15

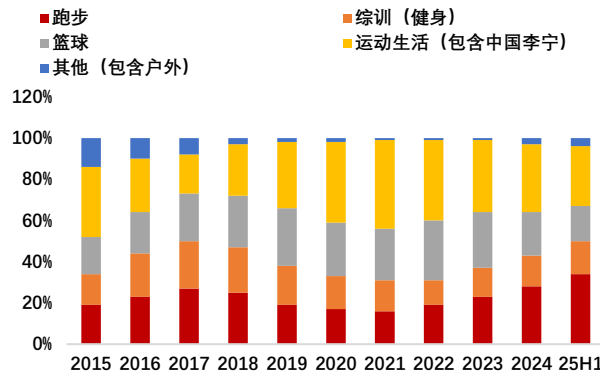
资料来源: 公司公告、招商证券

图 1: 李宁收入规模及 YOY



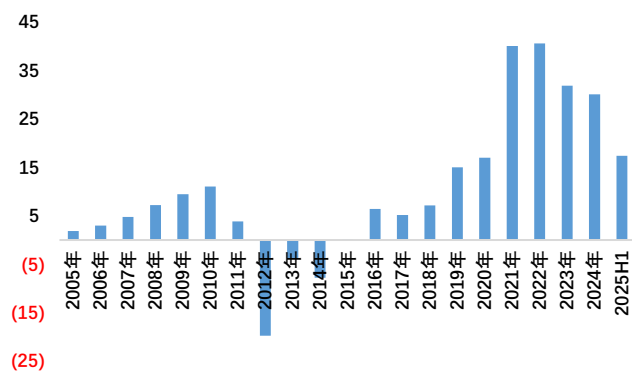
资料来源: 公司公告、招商证券

图 2: 分品类流水占比-跑步品类占比持续提升



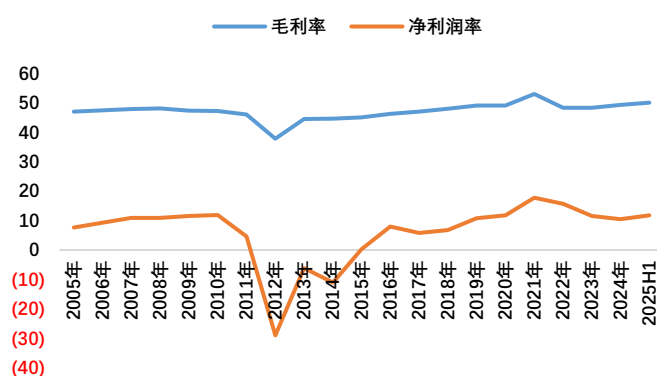
资料来源: 公司公告、招商证券

图 3: 李宁净利润规模 (亿元)



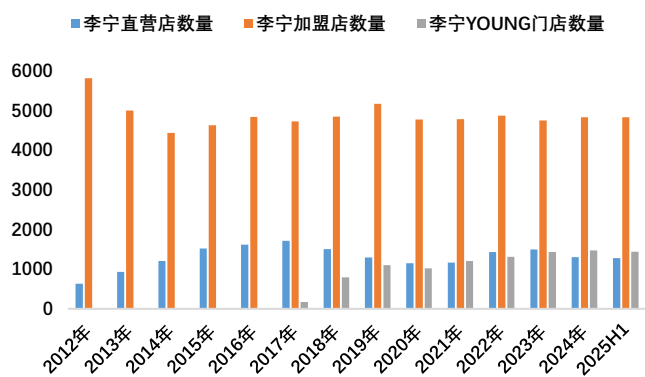
资料来源: 公司公告、招商证券

图 4: 李宁毛利率、净利润率 (%)



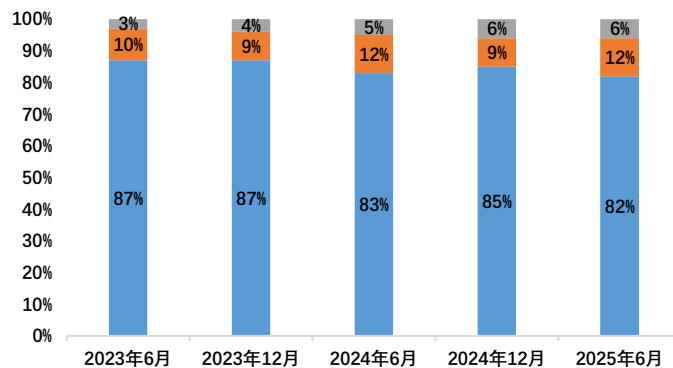
资料来源: 公司公告、招商证券

图 5: 李宁门店数



资料来源: 公司公告、招商证券

图 6: 李宁渠道库存产品结构



资料来源: 公司公告、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	13653	20528	21656	23779	26007
现金及现金等价物	5444	7499	8575	10467	12454
交易性金融资产	0	0	0	0	0
其他短期投资	3494	8264	8264	8264	8264
应收账款及票据	1206	1005	1007	1061	1117
其它应收款	795	584	585	617	649
存货	2493	2598	2644	2759	2880
其他流动资产	221	579	580	611	643
<b>非流动资产</b>	20555	15180	15037	14955	14907
长期投资	12632	7486	7486	7486	7486
固定资产	4124	4610	4468	4385	4337
无形资产	2560	1962	1962	1962	1962
其他	1239	1121	1121	1121	1121
<b>资产总计</b>	<b>34208</b>	<b>35708</b>	<b>36693</b>	<b>38734</b>	<b>40913</b>
<b>流动负债</b>	7268	7586	7701	7990	8296
应付账款	1790	1625	1654	1726	1801
应交税金	1042	1041	1041	1041	1041
短期借款	0	0	0	0	0
其他	4436	4920	5006	5224	5454
<b>长期负债</b>	2533	2019	2019	2019	2019
长期借款	0	0	0	0	0
其他	2533	2019	2019	2019	2019
<b>负债合计</b>	<b>9801</b>	<b>9605</b>	<b>9720</b>	<b>10009</b>	<b>10315</b>
股本	240	236	236	236	236
储备	24167	25868	26738	28489	30363
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	24407	26104	26974	28725	30599
<b>负债及权益合计</b>	<b>34208</b>	<b>35708</b>	<b>36693</b>	<b>38734</b>	<b>40913</b>

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	4688	5268	4020	4256	4461
净利润	3187	3013	2395	2709	2958
折旧与摊销	1872	1831	1933	1873	1838
营运资本变动	(31)	422	64	58	65
其他非现金调整	(340)	3	(372)	(383)	(399)
<b>投资活动现金流</b>	(2449)	(840)	(1418)	(1406)	(1391)
资本性支出	(2015)	(1503)	(1800)	(1800)	(1800)
出售资产获得的现金	3	10	10	10	10
投资增减	17677	14879	0	0	0
其它	(45)	(1228)	372	383	399
<b>筹资活动现金流</b>	(4217)	(2324)	(1525)	(958)	(1084)
债务增减	(872)	(856)	0	0	0
股本增减	7	4	0	0	0
股利支付	2175	1444	1525	958	1084
其它筹资	(1177)	(28)	0	0	0
其它调整	(4350)	(2888)	(3050)	(1916)	(2167)
<b>现金净增加额</b>	<b>(1938)</b>	<b>2055</b>	<b>1077</b>	<b>1892</b>	<b>1987</b>

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>总营业收入</b>	27696	28676	28744	30288	31871
主营业务收入	27598	28676	28744	30288	31871
营业成本	14246	14520	14774	15417	16095
<b>毛利</b>	13352	14156	13970	14872	15776
营业支出	10413	10627	11095	11570	12143
<b>营业利润</b>	3037	3529	2874	3301	3633
利息支出	162	157	0	0	0
利息收入	557	430	64	76	92
权益性投资损益	378	256	256	256	256
其他非经营性损益	25	51	51	51	51
非经常项目损益	422	0	0	0	0
<b>除税前利润</b>	4256	4110	3246	3685	4032
所得税	1069	1097	851	976	1075
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属普通股股东净利润</b>	3187	3013	2395	2709	2958
<b>EPS(元)</b>	1.20	1.17	0.93	1.05	1.14

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>年成长率</b>					
营业收入	6%	4%	0%	5%	5%
营业利润	-28%	16%	-19%	15%	10%
净利润	-22%	-5%	-21%	13%	9%
<b>获利能力</b>					
毛利率	48.2%	49.4%	48.6%	49.1%	49.5%
净利率	11.5%	10.5%	8.3%	8.9%	9.3%
ROE	13.1%	11.5%	8.9%	9.4%	9.7%
ROIC	11.9%	11.7%	8.6%	9.2%	9.4%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	28.7%	26.9%	26.5%	25.8%	25.2%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.9	2.7	2.8	3.0	3.1
速动比率	1.5	2.4	2.5	2.6	2.8
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
存货周转率	5.8	5.7	5.6	5.7	5.7
应收帐款周转率	15.0	16.0	18.1	18.5	18.5
应付帐款周转率	8.4	8.5	9.0	9.1	9.1
<b>每股资料(元)</b>					
每股收益	1.20	1.17	0.93	1.05	1.14
每股经营现金	1.77	2.04	1.56	1.65	1.73
每股净资产	9.21	10.10	10.43	11.11	11.84
每股股利	0.54	0.59	0.37	0.42	0.46
<b>估值比率</b>					
PE	12.8	13.2	16.6	14.6	13.4
PB	1.7	1.5	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	7.7	7.4	8.7	8.1	7.7

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

- 强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上
- 增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间
- 中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

- 推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数
- 中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。